

FÁBIO VINÍCIUS MEOTTI

**IMPLANTAÇÃO E EVOLUÇÃO DO SISTEMA DE METAS DE
INFLAÇÃO NO BRASIL**

CURITIBA PR
2009

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

IMPLANTAÇÃO E EVOLUÇÃO DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção do título de Mestre, ao curso de
Mestrado em Desenvolvimento Econômico, da
Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Nakabashi

CURITIBA PR

2009

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	07
1. INCONSISTÊNCIA DINÂMICA	10
2. REGIMES MONETÁRIOS	19
2.1. Regimes de metas cambiais	20
2.2. Regimes de metas monetárias	24
2.3. Regimes de metas de inflação (<i>inflation targeting</i>)	26
2.4. A adoção do regime de metas de inflação	30
3. IMPLEMENTAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL	33
3.1. Transição do regime de metas cambiais para o regime de metas de inflação	33
3.2. Análise da implementação do regime na economia brasileira	40
3.3. Formação da taxa Selic	46
4. ANÁLISE DO DESEMPENHO DE DEZ ANOS DE REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL	50
4.1. A conquista da estabilidade e os percalços dos cinco primeiros anos	50
4.2. A consolidação do regime nos cinco últimos anos	59
5. O DESAFIO DA VOLATILIDADE CAMBIAL NA CONDUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	68
5.1. Dinâmica inflacionária brasileira	68
5.2. Os efeitos da flutuação do câmbio sobre os preços	71
5.3. Redução da autonomia na condução da política monetária diante da volatilidade cambial	76
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	81

LISTA DE TABELAS

Tabela 3.1 – Balanço de Pagamentos (US\$ milhões)

Tabela 3.2 – Taxa média (%) de Desemprego Aberto: 1993 a 1998

Tabela 3.3 – Taxa de Variação Percentual do PIB Real: 1993 a 1998

Tabela 3.4 – Dívida Total Líquida do Setor Público em (%) do PIB: 1994 a 1998

Tabela 3.5 – Reservas Internacionais (conceito de liquidez): jan/1998 a jan/1999

Tabela 3.6 – Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

Tabela 4.1 – Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 1999

Tabela 4.2 – Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2000

Tabela 4.3 – Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2001

Tabela 4.4 – Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2002

Tabela 4.5 – Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2003

Tabela 4.6 – Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2004

Tabela 4.7 – Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2005

Tabela 4.8 – Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2006

Tabela 4.9 – Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2007

Tabela 4.10 – Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2008

Tabela 5.1 – Decomposição da Inflação de 2002 a 2008 – em p.p.

Tabela 5.2 – Impacto do repasse cambial no IPCA – em p.p.

RESUMO

O objetivo do presente trabalho é avaliar o desempenho do regime de metas de inflação na economia brasileira nos dez anos de sua implementação, e a importância da volatilidade cambial na condução da política econômica. Para contemplar este objetivo, realiza-se uma análise de todo o período de vigência da regra de metas inflacionárias no país, abordando: i) período de transição do regime de metas cambiais para o regime de metas de inflação; ii) a análise da implementação do regime no país; iii) a conquista da estabilidade de preços; iv) a consolidação do regime; e v) o desafio da volatilidade cambial na condução da política econômica sob a égide do regime de metas de inflação.

ABSTRACT

The purpose of this study is to evaluate the performance of the inflation targeting regime in the Brazilian economy, in the ten years of implementation, and the importance of the exchange rate volatility in the conduct of economic policy. To address this purpose, an analysis of the entire duration of the inflation targeting rule in the country was done, addressing: i) the transition between the exchange rate targeting regime to the inflation targeting; ii) review implementation of the regime in Brazil; iii) the achievement of price stability; iv) the consolidation of the regime; and v) the challenge of exchange rate volatility in the conduct of the economic policy under the inflation targeting regime.

INTRODUÇÃO

O debate envolvendo a minimização dos custos sociais da adoção de políticas ao longo do tempo contrapôs autores na década de 70. A discussão orbitava em torno da escolha da melhor estratégia de gestão de políticas. Enquanto alguns autores defendiam a idéia de que o *policymaker* deveria comprometer-se em seguir uma regra rígida, que seria do conhecimento dos agentes, outros entendiam que a melhor alternativa seria utilizar a discricionariedade buscando a situação ótima em termos de produto e emprego.

Os defensores das regras sustentam que as defasagens e incertezas da política monetária tornam improdutivas políticas ativas e que a inconsistência dinâmica gera um viés inflacionário. Já os partidários do campo alternativo argumentam, na sua oposição a uma política baseada em regras, que uma política discricionária seria superior por não estar vinculada ao engessamento que a regulamentação produz.

A idéia de que o Banco Central deve adotar uma postura de condução da política monetária focada na estabilidade dos preços vem sendo adotada pela maioria dos países. Neste caso, a estratégia predominante é a utilização de uma âncora nominal, visando a redução das expectativas inflacionárias dos agentes. Isto acontece porque os agentes são guiados pelo anúncio prévio da autoridade monetária, estabelecendo uma meta a ser perseguida e que balizará as ações de política monetária.

Foi neste contexto que o Brasil adotou, em Janeiro de 1999, o regime de metas de inflação, em substituição ao regime de metas cambiais que vigorava até então.

O Banco Central do Brasil foi obrigado a abandonar o regime de metas cambiais em virtude dos altos custos, em termos de produto e emprego, da política de manutenção dos juros altos visando atrair capitais externos, com a finalidade de manutenção das reservas cambiais em níveis aceitáveis.

O convívio com elevado grau de instabilidade de preços, que tornava as expectativas dos agentes econômicos elásticas, exigia a manutenção de uma âncora nominal, tendo o Banco Central optado pelas metas inflacionárias.

Depois de dez anos de implementação, nosso objetivo é fazer uma análise do desempenho do regime de metas de inflação no controle de preços, e os impactos da política econômica sobre o produto e emprego.

A partir da conquista da estabilidade, pretendemos abordar os próximos desafios dos gestores de política econômica, notadamente a volatilidade cambial, em virtude da sua influência na autonomia da política monetária.

Além desta introdução, o presente trabalho encontra-se dividido em cinco capítulos. No próximo capítulo iremos abordar a inconsistência dinâmica, destacando os benefícios da existência de uma regra na condução da política monetária, notadamente em países em desenvolvimento com economia aberta. No segundo capítulo, faremos uma abordagem sobre os regimes monetários, que se subdividem em: regimes de metas cambiais, regimes de metas monetárias e regimes de metas de inflação. No terceiro capítulo, abordaremos o período de transição entre o regime de metas cambiais e o regime de metas de inflação, a implementação do regime de metas inflacionárias na economia brasileira, e fechando o capítulo com a formação da taxa Selic. No quarto capítulo, faremos uma análise dos dez últimos anos de implementação do regime de metas de inflação no Brasil. Finalmente, o quinto capítulo tem o objetivo de demonstrar o impacto do

câmbio na formação dos preços na economia brasileira, destacando-se o controle da volatilidade cambial como desafio para a manutenção da autonomia da política monetária e da eficácia do regime de metas de inflação.

CAPÍTULO 1

INCONSISTÊNCIA DINÂMICA

Os economistas trabalham com três grandes medidas para julgar o desempenho macroeconômico: a taxa de inflação, a taxa de crescimento do produto e a taxa de desemprego.

Os períodos de inflação refletem a elevação dos preços dos bens que as pessoas estão comprando. Por esta razão, a inflação é impopular, mesmo com o aumento da renda dos trabalhadores.

Altas taxas de crescimento do produto sinalizam que a produção de bens e serviços está aumentando, refletindo em uma melhora no padrão de vida dos indivíduos. Normalmente são acompanhadas por uma maior disponibilidade de empregos.

O principal problema das economias, no entanto, são as altas taxas de desemprego. Sua repercussão sobre a vida das pessoas é significativa, afetando o padrão de vida, lazer pessoal e acesso a produtos e serviços básicos.

A escolha da estratégia de política mais adequada, vai depender em sua essência, das preferências dos formuladores de políticas econômicas (ou *policymakers*), e pode focar na estabilidade nos preços, no aumento do produto ou na redução do desemprego. A opção por uma ou outra impacta o padrão de vida das pessoas.

Essa escolha, no entanto, pode ser ótima em um primeiro momento, mas mecanismos de pressão social podem ser acionados, fazendo com que haja uma

correção de trajetória, de maneira que a preferência dos *policymakers* seja direcionada para uma regra que reduza os custos sociais da política.

A problemática da inconsistência dinâmica, como veremos ao longo do capítulo, intensifica-se em economias emergentes, onde os custos sociais de implantação de uma política monetária ao longo do tempo tendem a direcionar a atuação dos *policymakers* para uma regra que maximize o bem-estar social.

Nos anos de 1970, surgia a discussão de como minimizar os custos sociais advindos da condução de políticas ao longo do tempo. O embate de idéias resumia-se em identificar qual a melhor estratégia na gestão de políticas. Os formuladores de políticas deveriam atuar de acordo com uma regra de política ao longo do tempo, que seria de conhecimento de todos os agentes e contava com o comprometimento do gestor de política em segui-la, ou o *policymaker* deveria buscar a situação ótima em cada momento do tempo.

De acordo com Romer (2001), a análise dos modelos inspirados na inconsistência intertemporal, infere que uma inflação esperada abaixo do esperado, e um o custo marginal de inflação adicional baixo, leva o gestor da política monetária a implementar uma política expansionista visando aumentar a produção acima de seu nível natural e, com isso, reduzir o desemprego abaixo da taxa natural. Por outro lado, o público conhecendo a política de atuação da autoridade monetária, não espera uma inflação baixa, tendo como consequência uma taxa de inflação maior, mantendo o nível de produção.

Ainda na esteira dos economistas que defendiam a adoção de regras de atuação em detrimento do comportamento discricionário, Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983), em seus estudos, constataram que a política discricionária, que busca maximizar a função de bem-estar social a cada momento de tempo,

considerando as expectativas dos agentes econômicos como exógenas, conduz a um resultado ineficiente. Isto ocorre em razão de que, apesar das surpresas inflacionárias terem alguns benefícios, elas não podem acontecer sistematicamente em equilíbrio quando as pessoas entendem os estímulos dos *policymakers* e formam suas expectativas de acordo com eles. Assim, esses autores iniciaram a análise do problema da confiabilidade da política, ressaltando, com isso, a questão da inconsistência dinâmica (ou inconsistência temporal).

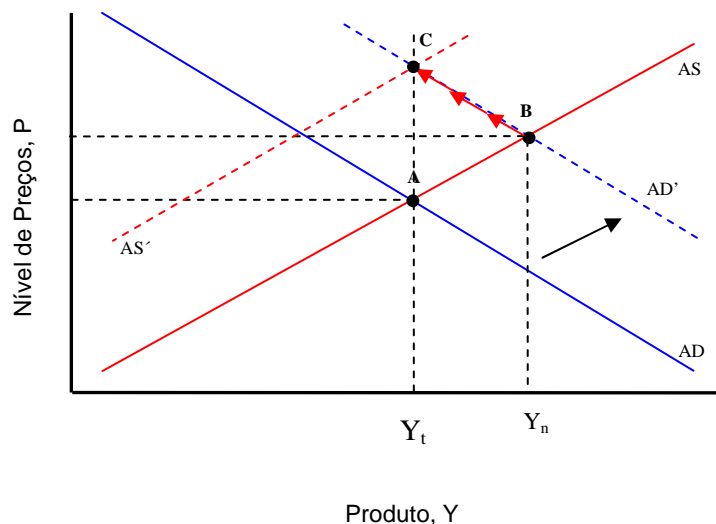
A análise parte da suposição que a inflação e desemprego estão associados por meio de uma curva de Philips com expectativas¹, e os aumentos não esperados no nível de preços reduzem o desemprego abaixo de sua taxa natural no curto prazo, visto que os preços e salários são fixados *ex-ante*. Assim, a política monetária só afetaria os níveis de preço no longo prazo.

A hipótese aqui considerada é a de *expectativas racionais*, que é a hipótese de que as pessoas baseiam suas expectativas de inflação, ou quaisquer outras variáveis econômicas, sobre toda a informação economicamente viável sobre o comportamento futuro desta variável.

Na mesma linha, encontramos as análises de Blackburn e Christensen (1989), onde na presença de distorções no mercado de trabalho – por exemplo, salário mínimo, atuação de sindicatos, seguro-desemprego e imposto de renda – os *policymakers* percebem um produto potencial inferior ao socialmente ótimo e tem incentivo em promover estímulos de demanda não antecipados, para expandir o nível de atividade. Mas os agentes econômicos conhecem este incentivo e incorporam expectativas inflacionárias nos seus contratos suficientes para, em

¹ Dornbusch e Ficher (2006) descrevem a Curva de Phillips ampliada ou ajustada para considerar a inflação esperada, como $\pi_t = \pi^e + \lambda (Y - Y^*)$, considerando a hipótese de expectativas racionais dos agentes para o comportamento da inflação.

equilíbrio, conter a queda do salário real e o aumento do produto. O resultado no longo prazo é produto na taxa natural e viés inflacionário.



Quando o nível de emprego desejado pelo banco central é maior do que o nível natural, a política monetária produz viés inflacionário e emprego no nível natural. Este é um dos mais bem conhecidos exemplos de inconsistência dinâmica. A inconsistência dinâmica ocorre porque a melhor escolha para a expansão monetária é diferente antes e depois da determinação das expectativas. *Ex-ante*, a melhor escolha para a inflação do período é zero. Mas, dadas as expectativas, a melhor escolha em equilíbrio é uma taxa de inflação positiva.

Para melhor compreender como se manifesta o problema da inconsistência dinâmica, pode-se considerar a seguinte estrutura (Galván & Schwartz, 2002): os formuladores de política monetária, diante da premissa de maximizar uma função objetivo de bem-estar social, pretendem definir uma política ótima no período (t) para o período ($t+s$), sujeito às restrições que se manifestam em (t).

Entretanto, os efeitos da política a ser adotada em $(t+s)$ sobre as expectativas do público no período de tempo compreendido entre (t) e $(t+s)$, devem ser considerados.

Ainda, de acordo com Ferreira (2004), do ponto de vista da autoridade monetária, questiona-se: o plano ótimo *ex-ante* continua sendo ótimo *ex-post*? Geralmente, a resposta é negativa devido às novas restrições que se manifestarão em $(t+s)$. Assim, a maximização da função de bem-estar social, sujeita as essas novas restrições, produzirá uma política diferente daquela determinada no período (t) , dizendo então, que a política original é inconsistente do ponto de vista dinâmico.

Barro e Gordon (1983), citam a importância das forças de reputação, formadas pelas interações repetidas entre a autoridade monetária e os agentes econômicos, no suporte das políticas anunciadas *ex-ante*. Ainda, segundo os autores, o comprometimento da autoridade monetária com a regra anunciada se dá em consequência dos custos que serão incorridos se esta perder a credibilidade junto ao público, fazendo com que, no equilíbrio, ela se comprometa a adotar políticas de combate à inflação.

Dessa forma, o modelo de reputação considera que os agentes econômicos penalizam a autoridade monetária, caso ela não se comprometa com a conduta estabelecida anteriormente. Uma política previamente anunciada somente será crível se os custos futuros incorridos pelo desvio dessa política superarem os benefícios de curto prazo alcançados por essa mudança de conduta.

Portanto, o equilíbrio que resulta desse modelo produz uma taxa de inflação correspondente à média ponderada da inflação que seria obtida sobre a regra ideal, considerando a reação da autoridade monetária que busca seguir a regra da política

definida *ex-ante*, e sobre a descrição, considerando a reação da autoridade monetária que busca reduzir os custos sociais da medida.

O resultado do modelo de reputação é que a incerteza quanto às preferências do *policymaker*, reconhecido como avesso à inflação, reduz a inflação média. O impacto sobre a inflação ao longo do tempo será tanto maior, quanto mais o gestor valorizar mais o futuro e/ou quanto mais períodos forem considerados no modelo.

Desse modo, para suavizar o problema da inconsistência dinâmica é preciso delegar a administração da política monetária a indivíduos que apresentam uma aversão à inflação maior que a própria sociedade em média. Segundo Rogoff (1985), um *policymaker* reconhecidamente avesso à inflação influenciaria os agentes a esperar uma inflação de equilíbrio menor e, com isso, demandar reajustes salariais menores, o que resultaria em uma taxa de inflação efetiva mais baixa.

Romer (2001) defende o fato de que, se a economia for afetada por choques, uma autoridade monetária reconhecida como avessa à inflação, não vai reagir otimamente aos mesmos. Desta forma, há um *trade-off* entre inflação mais baixa e reação ótima aos choques econômicos. O autor conclui que, desta forma, há um nível ótimo de conservadorismo para as autoridades monetárias.

Assim, apenas o conservadorismo do Banco Central não é uma solução para contornar o problema do viés inflacionário.

Esta premissa abre o debate teórico sobre a proposição da independência do Banco Central, que possui duas correntes principais: a abordagem de Rogoff (1985) que defende o conservadorismo do Banco Central, e a interpretação dada por Walsh (1995) que apóia o papel de contratos ótimos baseado na teoria do agente-principal. Na interpretação dada por Rogoff, a função de perda social considera os desvios tanto da inflação quanto do produto em relação ao nível considerado ótimo. Esta

perda pode ser reduzida quando se adota um modelo de vários períodos no qual o Banco Central procura desenvolver uma reputação. Nesse sentido, a delegação da política monetária a uma pessoa ou instituição que dê maior importância a função de bem-estar social contribuiria de forma salutar para a minimização da função de perda.

Na interpretação alternativa do agente principal, desenvolvida por Walsh (1995), o problema do viés inflacionário é resolvido pela estruturação de um contrato que impõe custos ao Banco Central quando a inflação se desvia do nível ótimo. O ponto central desta corrente é que em sociedades democráticas o Banco Central deve prestar contas ao público.

O modelo do agente-principal tem como característica elementar, o fato de que o principal (Governo) assina um contrato de incentivo com um agente (Banco Central), no qual o agente fica sujeito ao conjunto de penalidades *ex post*, que será determinado pelo desvio da inflação à meta pré-estabelecida. A vantagem desta estrutura advém do fato de que a otimização social é obtida, independentemente de Governo e Banco Central partilharem da mesma função objetivo e do mesmo conjunto de informações. Contudo, a grande dificuldade desse modelo está na sua implementação prática e política.

Svensson (1997) afirma que a principal dificuldade política surge do fato de que o contrato estipula recompensas monetárias mais altas ao Banco Central quando a inflação for baixa, podendo gerar tensões por parte do público, se a menor taxa de inflação estiver relacionada com maior desemprego.

Desta forma, Svensson (1997) desenvolve um modelo dinâmico que considera a persistência do desemprego, no qual essa persistência introduz efeitos defasados sobre a política monetária, fazendo com que esta seja formulada com

uma perspectiva de longo prazo. O modelo é proposto de forma que a condução da política monetária é delegada a um Banco Central que tenha características conservadoras, associado com o perseguimento de uma taxa de inflação previamente anunciada que dependerá do estado da economia em cada período.

Porém, destacam-se, segundo Ferreira (2004), três críticas sobre esses pressupostos. A primeira refere-se à adoção da hipótese de Expectativas Racionais, pois se os agentes formam suas expectativas de forma racional, seria plausível que o Banco Central também atuasse de forma racional.

O segundo questionamento diz respeito à existência de uma taxa natural de desemprego. Segundo Crocco e Jayme Júnior (2003) a taxa natural de desemprego é apenas hipotética, não existindo evidências de sua existência na economia capitalista. Desta forma, a política monetária poderia ser utilizada de forma a alterar o nível da atividade econômica, uma vez que ela é capaz de modificar a rentabilidade relativa entre os diversos ativos. Como resultado pode-se ter um aumento na rentabilidade de ativos financeiros em detrimento de ativos produtivos. Assim, a valorização do capital se processaria num circuito em que não ocorre a ampliação do emprego e renda.

Já o terceiro aspecto de questionamento refere-se aos determinantes da inflação, onde os participantes da corrente não aceitam a matriz teórica de que a inflação é sempre um fenômeno puramente monetário.

De maneira geral, os Bancos Centrais têm adotado uma postura de condução da política monetária comprometida sobremaneira com a estabilidade do nível de preços, propiciando um ambiente favorável ao crescimento econômico.

As autoridades monetárias têm se esforçado para evitar o problema da inconsistência dinâmica, ou da credibilidade da política, por meio da adoção de

âncoras nominais. Com efeito, as âncoras nominais atuam no sentido de reduzir as expectativas inflacionárias dos agentes.

O objetivo da adoção de uma âncora nominal é explicitar aos agentes a adoção de uma regra para condução da política monetária, em prol da estabilidade de preços.

Desta forma, a condução da política monetária tem se caracterizado, principalmente, pela adoção de metas para a taxa de câmbio, para a taxa de crescimento de um agregado monetário, ou para a inflação. A caracterização desses regimes monetários será abordada na seqüência.

CAPÍTULO 2

REGIMES MONETÁRIOS

Um Regime monetário é sempre amparado em uma âncora nominal. Âncora nominal, conforme descreve Mishkin (1999), é uma forma de restrição no valor da moeda doméstica, caracterizando-se como elemento necessário em regimes bem-sucedidos de política monetária. Ela fornece condições para a determinação de um nível de preço único, necessário para a estabilidade dos preços, contribuindo ainda para o controle das expectativas inflacionárias.

Segundo Mishkin (1999), uma âncora nominal pode ser pensada mais amplamente como uma restrição à política discricionária, que auxilia a enfraquecer os problemas da inconsistência dinâmica, de modo que em longo prazo, a estabilidade de preços seja mais provável de ser alcançada.

As principais âncoras nominais adotadas nos últimos anos foram: metas para a taxa de câmbio, metas monetárias e metas para a inflação.

Segundo Canuto (1999), a atuação das autoridades monetárias torna-se mais transparente e objeto de prestação de contas (*accountability*). Regras e metas permitem a mensuração do desempenho dos responsáveis pelas políticas, além de tornarem visíveis e cercearem movimentos discricionários de política. No caso das economias não-avançadas, a implementação de regimes de política monetária e cambial é também vista como forma de obtenção gradual de credibilidade.

Nas últimas décadas, economias com alta inflação e problemas de credibilidade em sua política antiinflacionária adotaram regimes de metas cambiais mirando a moeda de alguma outra economia, em geral de grande tamanho e com baixa

inflação. Alguns exemplos foram a França, Reino Unido, Espanha, Suécia e Itália, que aderiram ao ERM – exchange rate mechanism, e vincularam suas moedas ao marco alemão, na década de 80, além de vários países emergentes, entre eles Brasil e Argentina, que vincularam suas moedas ao dólar americano, durante a década de 90.

2.1 Regimes de metas cambiais

No século XX, os regimes de padrão-ouro continham taxas fixas de câmbio entre a moeda local e a correspondente mercadoria. O volume de meios de pagamento em circulação deveria guardar uma paridade em valor com o valor de estoques de mercadorias mantidos como lastro (BAUMANN, 2004).

Os regimes de câmbio fixos entre a moeda local e alguma moeda externa de referência possuem o mesmo princípio, apenas eliminando a vinculação a alguma mercadoria física.

De acordo com Baumann (2004), a âncora cambial oferece a gravitação da taxa de inflação no exterior. No caso de âncoras com credibilidade, as expectativas de inflação e a inércia da mesma oferecem menor resistência para a queda desta.

Segundo Mishkin (1999), a adoção de um regime de metas cambiais tem diversas vantagens. Primeiramente, a âncora cambial fixa a taxa de inflação para mercadorias negociadas internacionalmente e, assim, contribui diretamente para a manutenção da inflação sob controle. Segundo, se a taxa de câmbio alvo é crível, ela ancora a expectativa de inflação à taxa de inflação do país na qual a moeda é ancorada. Terceiro, uma taxa de câmbio alvo fornece uma regra automática de conduta de política monetária que evita o problema da inconsistência dinâmica.

Força um aperto da política monetária quando há uma tendência da moeda doméstica depreciar, ou um afrouxamento da política quando há uma tendência para que a moeda doméstica aprecie. Finalmente, uma taxa de câmbio alvo tem a vantagem da simplicidade e clareza, que faz dela facilmente compreendida pelo público.

Ainda, Mishkin (1999), cita como exemplos de sucesso de países industrializados que utilizaram o regime de metas cambiais, a França (1987) e Reino Unido (1990), que atrelaram o valor de suas moedas ao Marco Alemão e conseguiram controlar a inflação.

A forma mais restrita de ancoragem cambial é o *currency board*, no qual a credibilidade do compromisso de conversibilidade a taxas fixas é buscada com a manutenção de reservas externas, geralmente, acima do valor correspondente de moeda local em circulação. No caso de ser implantado obedecendo estritamente as regras, o *currency board* restringe fortemente, em nível doméstico, as funções clássicas do Banco Central.

Assim, de acordo com Baumann (2004), o volume de dinheiro local passa a depender da disponibilidade de reservas externas oficiais que sirvam de lastro para a caixa de conversão. E, quando há variações naquela disponibilidade, faz-se necessário adequar o montante de moeda local em circulação e/ou mudar no sentido as taxas domésticas de juros para poder reverter a variação de reservas.

O papel de emprestador cumprido junto ao sistema bancário e financeiro local torna-se limitado, pois o Banco Central fica proibido de variar automaticamente os montantes de passivos contra si em moeda local. É uma delegação das funções monetárias ao exterior, uma vez que a política monetária passa a depender do

montante líquido de créditos externos privados ou públicos para o país e/ou de superávits acumulados na conta corrente do balanço de pagamentos.

No *currency board*, a limitação aos empréstimos não é absoluta, permanecendo uma margem para o manejo das reservas disponíveis, todavia, este manejo sofre circunscrição estrita.

No Banco Central, por motivos patrimoniais, torna-se também limitado o financiamento público pela via monetária. O financiamento de gastos públicos da arrecadação tributária e de outras fontes de receitas torna-se dependente da absorção de títulos pelo público local ou no exterior. Adicionalmente, os empréstimos aos bancos locais, em níveis além do permitido pela redistribuição da base monetária, dependem de aportes adicionais de recursos externos que possam viabilizar a expansão dos meios de pagamento em moeda local

De acordo com Baumann (2004), a adoção do *currency board* pretende oferecer a previsibilidade do comportamento regido por regras rígidas e a garantia de conversibilidade plena à taxa cambial fixada. O regime elimina ou reduz a possibilidade de choques monetários e ciclos de créditos e de inflação com origem doméstica, porém amplia a vulnerabilidade do país em relação a choque ou ciclos reais, domésticos ou provenientes de suas relações com o exterior, pois a taxa de câmbio e liquidez doméstica deixam de estar disponíveis enquanto variável de ajuste.

Caso a inflação interna seja maior que a externa, o resultado será uma supervalorização da moeda local. Esse fato aliado à rigidez do compromisso de conversibilidade a uma paridade fixa torna dramática a situação econômica. Além do que, a permanência de diferenciais de juros entre empréstimos na moeda local e na moeda-âncora tende a possibilitar deslocamento do endividamento doméstico para a

moeda estrangeira. Adicionalmente, ao longo do tempo, crescem os custos e os riscos de uma saída do currency board para outro regime monetário cambial.

O *currency board* é uma aposta de maior estabilidade nas relações externas da economia do que em sua dinâmica doméstica. Outros regimes de metas cambiais rígidas ou administradas não apresentam tantas restrições em relação à política monetária, uma vez que não há o compromisso de paridade entre o volume de moeda local em circulação e as reservas em divisas da caixa de conversão. No entanto, essa flexibilidade junto com o descompromisso quanto à garantia de conversibilidade total, abre oportunidade para ataques especulativos contra a moeda, isto é, para apostas na insustentabilidade da âncora cambial (BAUMANN, 2004).

Mishkin (1999), por sua vez, ressalta que há sérias críticas ao regime de metas cambiais. Primeiramente, é que ele resulta em uma perda de independência na política monetária. Com o mercado de capitais aberto, um regime de metas de taxa de câmbio faz com que a taxa de juros doméstica seja vinculada àquela do país âncora. Isto faz com que o país perca a autonomia para usar a política monetária em resposta a choques domésticos que são independentes daqueles que afetam o país âncora. Além disso, os choques no país âncora são transmitidos diretamente ao país que adotou o regime, porque mudanças na taxa de juros no país âncora levam a uma correspondente mudança na taxa de juros do país sede. Um segundo problema do regime de metas cambiais foi abordado em Obstfeld e Rogoff (1995): metas cambiais deixam países abertos a ataques especulativos em suas moedas.

Mishkin (1999) alerta para os problemas acontecidos na Europa, com a reunificação da Alemanha em 1990 e a crise cambial de 1992, que levaram a duas importantes constatações: 1) um regime de metas cambiais não garante o

compromisso com a taxa de câmbio base, se a regra da política monetária não for suficientemente forte para manter o alvo, e 2) o custo do crescimento econômico de um regime de metas cambiais, devido à perda de independência na política monetária, pode ser elevado.

Ainda, Mishkin (1999) sugere que países emergentes têm menos a perder com a adoção do regime de metas cambiais. Isto ocorre porque muitos países emergentes não têm suas instituições bem desenvolvidas ou políticas monetárias que resultem em habilidade para utilizar a política monetária discricionária de forma eficiente. Certamente, esta é uma das razões para muitos países emergentes terem adotado o regime de metas cambiais. O autor, no entanto, aponta grandes desvantagens na adoção do regime de metas cambiais por países emergentes, como a vulnerabilidade do país às crises financeiras e ataques especulativos², fragilidade na supervisão dos Bancos, e falta de credibilidade dos *policymakers*.

O autor conclui que, a adoção do regime de metas cambiais nos países emergentes deve ser utilizada apenas como um primeiro passo do processo de estabilização da moeda, e não como um regime monetário a ser implementado em caráter permanente.

2.2 Regimes de metas monetárias

Mishkin e Savastano (2000) afirmam que um regime de metas monetárias focado em controlar a inflação compreende três elementos chave: 1) dependência de informações originadas do agregado monetário para condução da política monetária, 2) anúncio de metas baseadas no agregado monetário para guiar as

² Como exemplo de ataques especulativos, pode-se citar o que ocorreu na Europa, em Outubro de 1992, e no Brasil, em Janeiro de 1999.

expectativas de inflação, e 3) algum mecanismo de prestação de contas que impossibilita grandes e sistemáticas formas de desvios das metas monetárias.

Segundo Baumann (2004), são duas as vantagens econômicas em situação de choques ou outras questões domésticas e também é uma medida de desempenho mais transparente, assim, desequilíbrios macroeconômicos podem nem ser sentido devido à aparente estabilidade da taxa de câmbio.

Entretanto, Mishkin (1999) ressalta que essas vantagens dependem de que haja relações estáveis e confiáveis entre a inflação ou renda nominal e os instrumentos monetários sobre os quais se estabelecem metas e também que os agregados monetários objeto das metas sejam controláveis pelas autoridades monetárias.

Dessa forma, os experimentos com metas monetárias restritas em economias avançadas entre os anos de 70 e 80 foram uns fracassos, pois a instabilidade nas relações entre os agregados monetários e variáveis (taxas de juros, inflação e renda nominal) era muito grande. Também os Bancos Centrais podem, de certa forma, controlar os agregados monetários mais restritos. Todavia, é muito menor a capacidade de comandar os agregados mais amplos.

Assim, a maleabilidade e as inovações nos instrumentos financeiros, a volatilidade nas posições financeiras dos agentes mostram grande capacidade de subverter as duas precondições para o sucesso das metas monetárias. Desse modo as metas monetárias restritas perderam credibilidade.

De acordo com Baumann (2004), depois de um breve entusiasmo com as metas monetárias rígidas, a gestão monetária voltou a focar as taxas nominais de juros básicas, ao alcance dos Bancos Centrais e do Tesouro por meio dos títulos de dívida deste, assim como dos instrumentos de redesconto e de mercado aberto.

2.3 Regimes de metas de inflação (*inflation targeting*)

Os problemas de relacionamento entre agregados monetários e outras variáveis econômicas levaram muitos países a adotar metas de inflação como seu regime de política monetária. O primeiro país a formalmente adotar as metas de inflação foi a Nova Zelândia (1990), seguida pelo Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suécia (1993), Finlândia (1993), Austrália (1994) e Espanha (1994). Israel, Chile e, mais recentemente, o Brasil, em 1999, também adotaram o regime de metas de inflação.

Um regime de metas de inflação é aquele no quais as ações da política monetária, sobretudo a fixação da taxa de juros básica, são guiadas com o objetivo explícito de obtenção de uma taxa de inflação (ou de nível de preços) previamente determinado. (SVENSSON, 1998; BERNANKE et al, 1999; BOGDANSKY, TOMBINE, VERLANG, 2000; MENDONÇA, 2001).

Svensson (2000) descreve as características do regime de metas de inflação como: 1) uma explícita quantitativa meta de inflação, e um intervalo ou um ponto alvo, onde o centro do intervalo ou do ponto alvo varia, atualmente, de 1,5 a 2,0% a.a.; 2) um procedimento operacional que pode ser descrito como “inflação-prevista-alvo”, a saber o uso de uma condicional interna de previsão de inflação como uma variável intermediária do alvo. O procedimento operacional “inflação-prevista-alvo” pode ser interpretado como uma forma de assegurar-se que condições de primeira ordem para um mínimo sejam satisfeitas; e 3) um alto grau de transparência e *accountability*.

Segundo Mishkin (1999), a escolha do regime de metas de inflação envolve vários elementos: 1) anúncio público de um alvo numérico para a inflação à médio prazo; 2) um compromisso institucional para a estabilidade de preços como preliminar, metas de longo prazo para a política monetária e realização das metas de inflação; 3) uma estratégia inclusiva da informação, com um papel reduzido para alvos intermediários, tais como crescimento da renda; 4) grande transparência da estratégia de política monetária por meio da comunicação com o público e mercados sobre os planos e objetivos das autoridades monetárias; e 5) *accountability* do Banco Central em alcançar seus objetivos de inflação.

O regime de metas de inflação desloca o seu foco dos instrumentos de política monetária e cambial em direção aos próprios objetivos destas (BAUMANN, 2004).

Sendo assim, com responsabilidades definidas em relação à taxa de inflação, o manejo dos instrumentos se torna prerrogativa de arbítrio dos executores das políticas. A transparência e a prestação de contas podem ser alcançadas mediante anúncios públicos de metas numéricas de médio prazo para a inflação e o comprometimento oficial das autoridades monetárias com estas.

Segundo Baumann (2004), o regime de metas de inflação embute maior grau de liberdade em relação às instabilidades enfrentadas pelas metas monetárias rígidas, havendo maior adaptação dos meios no tocante aos fins. Também, o regime de metas de inflação pode incorporar considerações domésticas quanto à adaptação a choques e outras mudanças de cenários, não ficando sujeito aos problemas e choques na velocidade de circulação monetária e financeira.

Na mesma linha, Mishkin (1999) destaca que o regime de metas de inflação tem diversas vantagens importantes. Em contraste com o regime de metas cambiais,

mas como o regime de metas monetárias, o regime de metas de inflação permite a política monetária focalizar as considerações domésticas e responder a choques econômicos. Metas de inflação também têm a vantagem que a velocidade dos choques são, na maior parte, irrelevantes, pois a estratégia de política monetária já não confia em um relacionamento estável moeda-inflação. Certamente, um regime de metas de inflação permite às autoridades monetárias utilizar toda a informação disponível, e não somente uma variável econômica, para determinar o melhor ajuste para a política monetária.

Mishkin (1999) também considera como vantagens do regime de metas de inflação, a facilidade de compreensão pelo público, sendo assim altamente transparente. Ainda, por ser um alvo numérico explícito da inflação, aumenta a accountability do Banco Central, reduzindo as pressões políticas para a adoção de políticas monetárias inflacionárias, além de reduzir a probabilidade de o órgão cair na armadilha da inconsistência dinâmica, na medida em que ele tenta expandir o produto e o emprego perseguindo uma política monetária expansionista.

Segundo o autor, existe a preocupação comum sobre o regime de metas de inflação, no sentido de que ele conduz a um baixo e instável crescimento do produto e do emprego. Embora a redução da inflação seja associada a um produto abaixo do normal durante a fase de desinflação em regimes de metas de inflação, uma vez que baixos índices de inflação são alcançados, produto e emprego retornam os níveis anteriores, tão altos quanto eles eram previamente.

Ainda, Mishkin (1999) relata que alguns economistas, como Friedman e Kuttner (1996) criticam a escolha do regime de metas de inflação porque acreditam que ele impõe uma regra rígida sobre os *policymakers*, não permitindo a eles discrição suficiente para responder às circunstâncias imprevistas. Entretanto, a

interpretação do regime de metas de inflação como uma regra é incorreta e originada de uma confusão que tem sido criada pelo debate da regra-versus-discrição. O autor enfatiza o fato de que o regime de metas de inflação praticado na realidade está longe de ser uma regra rígida. Primeiramente porque as metas inflacionárias não fornecem simples e mecânicas instruções sobre como o Banco Central deve conduzir a política monetária. Mais especificamente, o regime de metas de inflação requer que o Banco Central use todas as informações disponíveis para determinar quais são as ações políticas apropriadas para alcançar as metas. Em segundo lugar, o regime de metas de inflação como praticado, contém um substancial grau de discrição política, na medida em que as metas são alteradas de acordo com circunstâncias econômicas. Além disso, os Bancos Centrais sob o regime de metas de inflação têm deixado margens de manobra para responder ao crescimento e flutuações do produto.

A publicação de relatórios de inflação tem se tornado o principal veículo de comunicação entre a autoridade monetária e os agentes econômicos. Esses relatórios apresentam: os objetivos e as limitações da política monetária; as metas quantitativas para a inflação, bem como elas foram determinadas; como essas metas serão alcançadas e razões que levaram ou pode levar a desvios das metas (MISHKIN, 1999).

Entretanto, para a implementação bem sucedida dessa estratégia política, faz-se necessário algumas condições. Primeiro, o Banco Central deve possuir um grau de independência para escolher os instrumentos adequados para alcançar os objetivos estabelecidos. Segundo, o Banco Central deve possuir capacidade de compreender a dinâmica da econômica, isto é, os determinantes da inflação, os mecanismos de transmissão da política monetária, as defasagens temporais

envolvidas, os choques que a economia está sujeita. Em terceiro, não deve existir dominância fiscal³, assim, o governo deve ser capaz de alavancar os recursos necessários à sua gestão sem fazer uso da *seigniorage*⁴, pois caso contrário, o aumento crescente dos *déficits* públicos e, conseqüentemente do financiamento por mecanismos inflacionários pode levar ao recrudescimento do processo inflacionário. E, por último, destaca-se a ausência de outra forma nominal (FERREIRA, 2004).

Canuto e Holland (2000) desenvolveram um modelo-síntese para compreensão de flutuações cambiais sob um regime de metas de inflação, a partir de um modelo Mundell-Flemming expandido, chegando à conclusão que a estratégia de metas inflacionárias está fortemente associada à escolha de regimes de câmbio mais flexíveis, e que deve se constituir em sucesso na estabilização dos preços em níveis baixos, implicando no crescimento do produto, ausência de choque de oferta, mas não necessariamente de baixas taxas de juros e câmbio pouco volátil.

2.4 A adoção do regime de metas de inflação

A definição dos aspectos relevantes a adoção desse regime, depende das particularidades de cada país. Primeiramente, é preciso definir o índice de preços que vai ser adotado como referência para a meta. Este índice deve ser preciso, bem definido e de rápida divulgação. Geralmente, os índices adotados buscam mensurar o núcleo da inflação (*core inflation*) (Ferreira, 2004).

³ Para ilustrar esta afirmativa, recorre-se ao exemplo clássico da literatura, o qual ressalta que a existência de uma dívida pública excessiva e persistente pode aumentar as expectativas inflacionárias, uma vez que, diante desta situação, os agentes podem esperar que, no futuro, a dívida seja monetizada ou que maior inflação poderia ser permitida para que o montante real da dívida fosse corroído. Ademais, uma relação alta dívida/PIB acaba por ocasionar expectativas de taxas de juros altas, que podem elevar os custos financeiros.

⁴ Dizem Dornbusch et al (1991, p. 763-764) que “esta fonte de receita é às vezes conhecida como *seigniorage*, que é a habilidade do governo para aumentar a receita através do seu direito de criar moeda. [...] Quando o governo financia seu déficit pela emissão de moeda [...] dizemos que o governo está se financiando através do imposto inflacionário”.

Um índice que mede o núcleo da inflação pode ser capaz de excluir o impacto das perturbações transitórias que afetam a economia sobre os preços, porém, pode fazer com que a política incorra em perda de credibilidade, pelo fato da medida de *core* ser de difícil entendimento por parte da população.

De acordo com Bernanke e Mishkin (1997), a escolha de uma taxa positiva como meta se deve ao fato da existência de viés na mensuração da maioria dos índices de preços ao consumidor e, também, pelo recolhimento de alguma receita de *seigniorage*. Adicionalmente, há risco de manifestação de uma deflação sob metas muito baixas e possibilidade de produzir taxas de juros reais negativas, importantes para a recuperação da atividade econômica.

Mishkin (1999) alerta para a preocupação que os policymakers devem ter com baixos índices de inflação, que podem ter substanciais efeitos negativos na atividade econômica real, podendo causar uma deflação, além da possibilidade de instabilidade financeira e severa contração econômica. O autor cita como exemplo a depressão de 1930 e a crise financeira do Japão.

Metas de taxas de inflação acima de zero tornam períodos de deflação menos prováveis. A evidência em exames de expectativas inflacionárias e níveis de taxas de juros. Almeida e Goodhart (1998), Launbach e Posen (1997) e Bernanke, Launbach, Posen e Mishkin (1999) sugerem que mantendo um alvo de inflação acima de zero (mas não demasiado distante acima) por um período prolongado não conduz à instabilidade nas expectativas inflacionárias ou a um declínio na credibilidade do Banco Central.

Segundo Ferreira (2004), a maioria dos países adota como meta para a inflação uma taxa em torno de 2% ao ano.

O que se observa na prática, é que a política mais adotada é o anúncio de confiança para a inflação. A utilização de bandas é motivada, pois esta permite certa flexibilidade à política monetária diante da ocorrência de choques inesperados. Silva e Portugal (2002), afirmam que a escolha da largura da banda reflete um *trade off* entre flexibilidade e credibilidade da política monetária.

Alternativa seria anunciar a meta para a inflação na presença de cláusulas de escape, que também fornecem flexibilidade à política em face de choques de oferta imprevistos. Com isso, diante de situações não previstas, o não cumprimento da meta não implica em perda da credibilidade.

Segundo Ferreira (2004), para adotar o regime de metas para a inflação, é preciso determinar o tempo a ser utilizado para avaliar o desempenho da política empregada. A utilização de um horizonte de avaliação mais amplo e flexível pode sinalizar um menor compromisso com o objetivo de estabilidade de preços, por outro lado, pode ser utilizado como uma ferramenta para enfrentar os efeitos sobre a credibilidade do regime, advindos de choques inesperados.

CAPÍTULO 3

IMPLEMENTAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

3.1 Transição do Regime de Metas Cambiais para o Regime de Metas de Inflação

O regime monetário de metas cambiais foi bem sucedido no combate inflacionário, desde o início do Plano Real, em 1994, até a crise cambial de 1999, quando teve de ser abandonado.

Este regime monetário vigorou durante quase cinco anos. Apesar de ter apresentado êxito no controle dos preços, inicialmente, sua utilização por um período de tempo excessivamente prolongado causou graves problemas na economia brasileira.

Modenesi (2005) cita que o mais grave problema associado à adoção da âncora cambial foi o seu impacto negativo sobre as contas externas. Os produtos brasileiros perderam competitividade *vis-à-vis* a produção internacional por causa da sobrevalorização do real em relação ao dólar norte-americano.

De fato, já a partir de 1994, o saldo de transações em conta corrente passou de um déficit de US\$ 1,8 bilhão, para um déficit de US\$ 18 bilhões em 1995, chegando ao valor recorde de quase US\$ 34 bilhões, em 1998.

O principal fator de deterioração das contas externas no período foram as alterações ocorridas no saldo da balança comercial: enquanto em 1994 havia um

superávit de mais de US\$ 10 bilhões; no ano de 1995 ele se transformou em um déficit superior a US\$ 3 bilhões; chegando a um resultado negativo de US\$ 6,5 bilhões, em 1998.

A balança de serviços seguiu um padrão similar. O déficit nessa conta elevou-se de cerca de US\$ 15 bilhões, em 1994, para US\$ 18,5 bilhões, em 1995, atingindo a cifra de mais de US\$ 28 bilhões, em 1998. Esses dados estão apresentados na Tabela 3.1.

Tabela 3.1 - Balanço de Pagamentos (US\$ milhões)

Contas	Anos					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
TRANSAÇÕES CORRENTES	-676	-1.811	-18.384	-23.502	-30.452	-33.416
Balança comercial (FOB)	13.299	10.466	-3.466	-5.599	-6.753	-6.575
Serviços e Rendas	-15.577	-14.692	-18.541	-20.350	-25.522	-28.299
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	10.495	8.692	29.095	33.968	25.800	29.702
Conta Capital	83	174	352	454	393	320
Conta Financeira	10.412	8.518	28.744	33.514	25.408	29.381
ERROS E OMISSÕES	-1.111	334	2.207	-1.800	-3.255	-4.256
RESULTADO DO BALANÇO	8.709	7.215	12.919	8.666	-7.907	-7.970

Fonte: Banco Central do Brasil

Neste contexto, o Banco Central do Brasil era obrigado a praticar altas taxas de juros visando atrair capitais externos, que ingressavam no país em busca dos elevados ganhos decorrentes do diferencial entre as taxas de juros doméstica e externa, garantindo assim a manutenção das reservas internacionais em níveis confortáveis.

Modenesi (2005), afirma que o sucesso no combate à inflação esteve diretamente associado ao fato de que a economia brasileira se manteve, via de regra, pouco aquecida. No período analisado, verificou-se uma trajetória fortemente ascendente da taxa de desemprego aberto, que aumentou mais de 50%, passando

de 5,4% para 8,3%, entre 1994 e 1998, como podemos verificar nos dados apresentados na Tabela 3.2.

Tabela 3.2 - Taxa Média (%) de Desemprego Aberto: 1993 a 1998						
Ano	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Taxa (%)	5,7	5,4	4,9	5,8	6,1	8,3

Fonte: Ipeadata on-line.

Ainda, segundo o autor, o fraco desempenho da economia também pode ser visto pela evolução da taxa de crescimento do PIB. De acordo com a Tabela 3.3, a partir de 1994, verifica-se uma tendência de queda na taxa de variação do produto real, que passou de 5,3% para 0,04%, entre 1994 e 1998.

Tabela 3.3 - Taxa de Variação Percentual do PIB Real: 1993 a 1998						
Ano	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Variação do PIB Real (%)	4,67	5,33	4,42	2,15	3,38	0,04

Fonte: Ipeadata on-line.

Finalmente, Modenesi (2005), chama a atenção para o aumento expressivo da dívida líquida do setor público, que se elevou em todos os anos do período em questão, fundamentalmente em razão da manutenção da taxa Selic⁵ em níveis muito elevados, na medida em que parcela significativa da dívida pública interna é indexada a essa taxa. Pela Tabela 3.4, pode-se verificar que a relação dívida líquida/PIB cresceu cerca de 40%, passando de 30,4%, em dezembro de 2004, para 41,7%, em dezembro de 1998.

⁵ A formação da taxa Selic será abordada no capítulo 3.3

Tabela 3.4 - Dívida Total Líquida do Setor Público em (%) do PIB: 1994 a 1998

Período	Total *	Interna	Externa
dez/94	30,4	21,6	8,8
dez/95	30,8	25,2	5,6
dez/96	33,2	29,3	3,9
dez/97	34,3	30,0	4,3
dez/98	41,7	35,5	6,2

* Inclui ajuste patrimonial (com privatização).

Fonte: Ipeadata on-line.

Entre os autores que criticaram a morosidade das autoridades monetárias em abandonar o regime de metas cambiais no Brasil, destaca-se Paulo Nogueira Batista Jr. (2000). Segundo esse autor, a ocorrência de um repique inflacionário em consequência do abandono da âncora cambial seria um evento pouco provável de ocorrer. Como mostrado anteriormente, alguns indicadores disponíveis à época mostravam que a economia brasileira se encontrava consideravelmente desaquecida. Adicionalmente, todos os componentes da demanda agregada estavam reprimidos: (i) o consumo, em função das elevadas taxas de juros e do alto nível de desemprego; (ii) o investimento, em decorrência do aperto monetário, da redução das vendas, da elevada capacidade ociosa e da pesada carga tributária; (iii) os gastos do governo, por causa do ajuste fiscal; e (iv) as exportações, por causa da desaceleração da economia mundial e da sobrevalorização do real.

O próprio Banco Central reconheceu a preocupação de um repique inflacionário desencadeado pelo abandono do regime monetário de metas cambiais, em seu Relatório de Inflação (1999, p. 106) :

“No começo do ano [de 1999], quando o real sofreu desvalorização em meio à grave crise cambial, a expectativa da maioria dos economistas era de que a inflação voltaria com força [...] Havia o receio de que a estabilidade econômica conquistada ao longo dos últimos quatro anos e meio, e a custo elevado, seria perdida da noite para o dia. A defesa do regime de

câmbio fixo se apoiava, em parte, no temor de que qualquer desvalorização fosse anulada pela inflação, embora os desdobramentos da crise asiática já refutassem a validade desse argumento. Poucos meses após a flutuação cambial, as previsões iniciais provaram-se erradas, tanto em termos qualitativos quanto quantitativos.”

A deterioração das reservas cambiais tornava a moeda brasileira mais vulnerável a ataques especulativos, a exemplo de outras economias que tiveram suas moedas atacadas, como o peso mexicano (1994), o bath tailandês (1997) e o rublo russo (1998).

Modenese (2005) cita que diante da série desses ataques especulativos ocorridos mundo afora desde 1994 e da trajetória fortemente ascendente da dívida líquida do setor público, ficava cada vez mais evidente que a moeda brasileira fatalmente se transformaria em alvo de uma investida especulativa, o que tornava imperativo o abandono do regime monetário de metas cambiais.

Ainda, o autor argumenta que para garantir a manutenção do regime monetário de metas cambiais, o Banco Central do Brasil atuava basicamente de duas formas: (i) realizando intervenções no mercado cambial, principalmente por meio dos chamados “leilões de spread”⁶; e (ii) praticando uma política monetária fortemente contracionista, isto é, mantendo a taxa Selic em níveis elevados.

As boas condições de liquidez encontradas no mercado internacional aliada à forte restrição monetária interna, garantida pela manutenção de uma taxa Selic em níveis elevados, garantiram a manutenção de robustas reservas internacionais, conferindo ao Banco Central condições para sustentar o real sobrevalorizado, garantindo, desta forma, a manutenção do regime de metas cambiais.

⁶ Modalidade de leilão criada em 1995 pelo Bacen, e segundo Gustavo Franco, “Essa nova tecnologia consistia em o BC comportar-se como um participante do mercado que aborda outro pedindo ‘abertura de *spread*’, ou seja, preços para compra e venda de dólar. O BC, através de um leilão eletrônico, poderia estender esse procedimento a todos os principais participantes do mercado, obrigando-os a submeter cotações para a compra e para a venda em lotes mínimos e *spreads* predeterminados, mas sem saber se o BC iria comprar ou vender” (Franco, 1999: 305)

Esta situação perdurou até meados de 1998, quando as reservas internacionais líquidas atingiram o maior nível mensal desde a implementação do Plano Real, perfazendo US\$ 74,6 bilhões. A partir de então, as reservas cambiais sofreram uma rápida deterioração. Em dezembro de 1998, o Banco Central do Brasil mantinha pouco mais de US\$ 44 bilhões em reservas internacionais líquidas, chegando a US\$ 36 bilhões em Janeiro de 1999, como pode ser verificado na Tabela 3.5.

Tabela 3.5 - Reservas Internacionais (conceito de liquidez): jan/1998 a jan/1999

Período	US\$ Milhões
jan/98	53.103
fev/98	58.782
mar/98	68.594
abr/98	74.656
mai/98	72.826
jun/98	70.898
jul/98	70.210
ago/98	67.333
set/98	45.811
out/98	42.385
nov/98	41.189
dez/98	44.556
jan/99	36.136

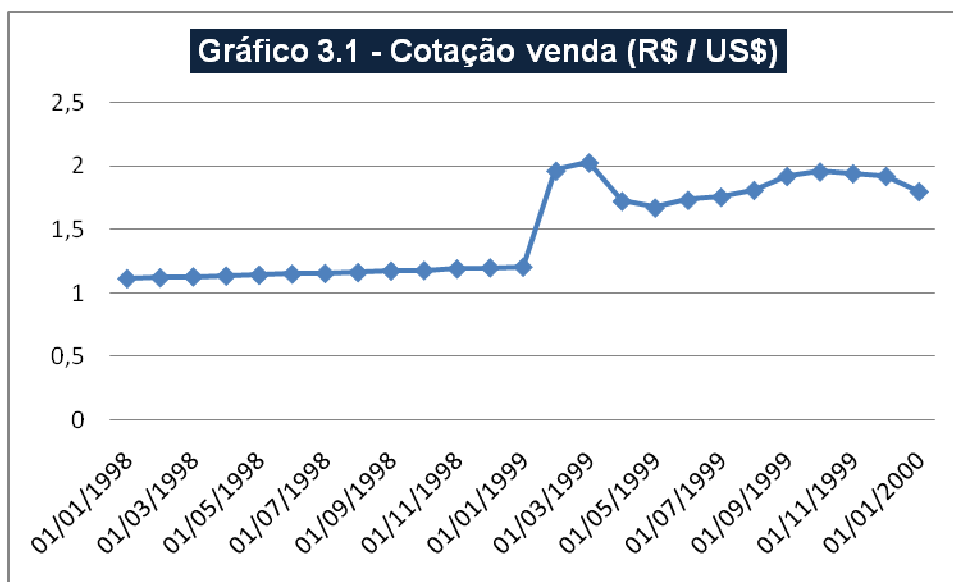
Fonte: Banco Central do Brasil.

A crescente expectativa de desvalorização cambial elevou a demanda por moeda estrangeira, forçando o Banco Central a vender volumes cada vez maiores de reservas internacionais para assegurar que a taxa de câmbio não ultrapassasse o teto da banda de flutuação do real.

Em 13 de janeiro de 1999, o maior defensor da âncora cambial e então Presidente do Banco Central do Brasil, Gustavo Franco, foi substituído por Francisco Lopes. Esse foi um claro sinal, por parte do governo, de que o regime de metas cambiais seria abandonado.

Finalmente, no dia 15 de janeiro de 1999, com o intuito de preservar o pequeno volume de reservas internacionais ainda existentes, o Banco Central do Brasil se absteve de intervir no mercado cambial, deixando que a taxa de câmbio fosse determinada livremente, conforme anunciado no *Comunicado do BCB* n. 6.563, de 1999.

Somente no dia 15 de janeiro de 1999, o real se desvalorizou em 11,1%, fechando o dia com a cotação média de venda da moeda americana, cuja denominação definida pelo Banco Central é PTAX800⁷, em R\$ 1,4659. Para se ter uma idéia da magnitude da desvalorização, no ano de 1999, a moeda nacional apresentou uma desvalorização acumulada de 21,3%, tendo a PTAX800 fechado o mês de dezembro em R\$ 1,789. O Gráfico 3.1 demonstra a variação do preço do dólar em relação ao real, no período de 1998 a 2000.



Fonte: Banco Central do Brasil

⁷ Ptax = Taxa média ponderada dos negócios realizados no mercado interbancário de câmbio com liquidação em dois dias úteis, calculada pelo Banco Central do Brasil, conforme Comunicado N. 6815/99.

Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) ressaltaram que o BCB não optou por flexibilizar o regime, mas, sim, foi forçado a fazê-lo: “Reagindo às fortes pressões sobre as reservas internacionais, o Banco Central foi obrigado a abandonar a política cambial atrelada ao dólar norte-americano” (p.7).

Neste momento, tornava-se imperioso a adoção de outra âncora nominal, tendo em vista o convívio, por muitos anos, com altas taxas de inflação.

Modenesi (2005) afirma que em um sistema econômico historicamente caracterizado por um elevado grau de instabilidade, como a economia brasileira, as expectativas dos agentes econômicos com relação à inflação eram muito elásticas, tornando a adoção de uma âncora nominal ainda mais importante para assegurar o controle da inflação.

Na próxima sessão apresentaremos a implementação do regime de metas de inflação no Brasil.

3.2 Análise da implementação do regime na economia brasileira

O regime de metas de inflação foi implementado, mesmo que informalmente, desde a posse do novo Presidente do Banco Central do Brasil, Armínio Fraga Neto, em 4 de março de 1999. Na sua primeira reunião à frente do Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom), ficou decidido o abandono das bandas cambiais.

Diante da expectativa de elevação da inflação, considerando a magnitude da desvalorização do real, o Copom decidiu por fixar uma meta para a taxa Selic e o procedimento de definição de seu viés, sendo este o mesmo mecanismo utilizado pelo *Federal Reserve Bank*, cuja principal função é sinalizar a tendência da taxa

básica de juros. Modenesi (2005) afirma que o Copom optou por fixar a meta para a taxa Selic em 45% a.a., mostrando explicitamente que a meta de inflação passara a ser a nova âncora nominal da economia brasileira:

Dadas as expectativas de trajetória ascendente da inflação, o nível atual da taxa de juros foi considerado abaixo do desejado. Ponderou-se, também, que a volatilidade da taxa de câmbio exigia a atuação da autoridade monetária [...] Considerando-se o novo regime cambial, é essencial transmitir à sociedade que a economia não opera sem âncora nominal e que o Banco Central possui capacidade de atuação. Nesse sentido, o desempenho da autoridade monetária passará a pautar-se pelo comprometimento com o controle da taxa de inflação (Notas da 33ª Reunião do Copom, março de 1999).

A formalização da adoção do regime de metas de inflação somente ocorreu em junho de 1999, como demonstrado a seguir.

3.2.1 Implementação e Funcionamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil

O regime de metas de inflação foi oficializado no Brasil, em 21 de Junho de 1999, por meio do Decreto N. 3.088, da Presidência da República.

O Decreto é composto por seis artigos que: (i) estabelece como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de metas para a inflação; (ii) confere ao Banco Central do Brasil a independência de instrumentos para cumprir as metas fixadas; (iii) estabelece que o Bacen deva divulgar publicamente as razões do descumprimento das metas fixadas, por meio de carta aberta ao ministro de Estado da Fazenda; e (iv) estabelece que o Bacen deva divulgar, até o último dia de cada trimestre civil, Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de “metas de inflação”, os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

No Brasil, as metas de inflação são fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que é composto do ministro da Fazenda, do ministro do Planejamento e do presidente do Banco Central do Brasil (BCB).

Pela Resolução nº 2615, de 30 de junho de 1999, o CMN determinou que o índice a ser utilizado como referência para a sistemática de metas para a inflação seria o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE. O índice foi escolhido devido à sua grande abrangência.

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) desde dezembro de 1979. É considerado o índice de preços ao consumidor de maior abrangência, sendo coletado nas regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Curitiba, Recife, Salvador, Fortaleza, Belém, Goiânia e no Distrito Federal. Ele indica a variação dos preços de uma cesta de consumo de famílias com faixa de renda de 1 a 40 salários mínimos⁸.

Para cada período, o CMN estabelece o centro da meta de inflação e um intervalo de tolerância para cima e para baixo. A tabela 3.6 reproduz as definições dos últimos dez anos de funcionamento do regime.

⁸O índice consiste na média aritmética ponderada dos onze índices regionais, calculados de acordo com o índice de Laspeyres, salvo alguns itens alimentícios que são calculados conforme o índice Paasche. Seu período de coleta corresponde ao mês civil e a publicação dos resultados se dá com uma defasagem de aproximadamente dez dias.

Tabela 3.6 - Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999	Resolução 2.615	30/06/1999	8	2	6 - 10	8,94
2000			6	2	4 - 8	5,97
2001			4	2	2 - 6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/06/2000	3,5	2	1,5 - 5,5	12,53
2003 (*)	Resolução 2.842	28/06/2001	3,25	2	1,25 - 5,25	9,3
	Resolução 2.972	27/06/2002	4	2,5	1,5 - 6,5	
2004 (*)	Resolução 2.972	27/06/2002	3,75	2,5	1,25 - 6,25	7,6
	Resolução 3.108	25/06/2003	5,5	2,5	3 - 8	
2005	Resolução 3.108	25/06/2003	4,5	2,5	2 - 7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/06/2004	4,5	2	2,5 - 6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/06/2005	4,5	2	2,5 - 6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/06/2006	4,5	2	2,5 - 6,5	5,9
2009	Resolução 3.463	26/06/2007	4,5	2	2,5 - 6,5	
2010	Resolução 3.584	01/07/2008	4,5	2	2,5 - 6,5	

(*) A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004

Fonte: Banco Central do Brasil.

Em alguns países, adota-se como meta alguma medida de núcleo da inflação, amortizando choques temporários sobre o nível de preços. Segundo Modenesi (2005), essa medida foi descartada pelo Banco Central, tendo em vista o registro na história recente do país, de que expurgos de preços teriam sido utilizados com o intuito de manipular índices de inflação. Neste caso, a adoção de uma medida de núcleo da inflação, poderia comprometer a credibilidade do regime monetário.

Bogdanski, Tombini e Werlang (2000), complementam que o uso de um índice cheio e a inexistência de cláusulas de escape justificam a utilização de um intervalo de flutuação consideravelmente mais amplo para a meta de inflação do que o adotado na maioria dos países. Desta forma, a banda de flutuação da meta de inflação no Brasil tem sido uma das mais amplas do mundo.

Desta forma, segundo Modenesi (2005), ficaram estabelecidos no País os elementos que consubstanciam o regime de metas de inflação: (i) o anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação; (ii) o compromisso institucional com a adoção

da estabilidade de preços como principal meta de longo prazo da política monetária – ao qual os demais objetivos se subordinam; (iii) a reduzida importância das metas intermediárias; (iv) a maior transparência na condução da política monetária, consubstanciada em um esforço de aprimoramento dos canais de comunicação entre o Banco Central e os agentes econômicos; e (v) a independência de instrumentos do Banco Central, ou a maior capacidade de execução de suas metas.

Modenesi (2005), afirma que existem, fundamentalmente, cinco canais por meio dos quais a política monetária pode afetar a variação do nível geral de preços: (i) a estrutura a termo da taxa de juros; (ii) a taxa de câmbio; (iii) as expectativas; (iv) o crédito; e (v) o preço dos ativos.

Ainda, segundo o autor, o mecanismo de transmissão da política monetária funciona da seguinte forma. Variações na taxa Selic, ao afetarem as cinco variáveis citadas, influenciam as decisões de investimento e de consumo de bens duráveis e as exportações líquidas. Estas, por sua vez, afetam a demanda agregada e, por fim, o nível geral de preços.

Trabalhos empíricos têm demonstrado que os principais canais de transmissão da política monetária são a demanda agregada, a taxa de câmbio e as expectativas de inflação (Bogdanski, Tombini e Werlang, 2000 e Bogdanski et. al., 2001).

Bogdanski, Tombini e Werlang (2000), em seus esforços na construção de um modelo macroeconômico estrutural para a economia brasileira, apresentam um conjunto de ferramentas que dão suporte ao processo de tomada de decisão em política monetária. De acordo com as características macroeconômicas da economia brasileira, os autores chegaram às seguintes conclusões: (i) taxa de juros afeta o consumo de bens duráveis e de investimento num período entre 3 e 6 meses. A

atuação sobre o *gap* do produto leva mais de 3 meses para atingir a inflação. Isto significa que, por meio do canal da demanda agregada, uma alteração na taxa de juros demora em torno de 9 meses para atingir a inflação; (ii) através do canal direto, percebe-se que modificações na taxa de juros nominal interferem na taxa de câmbio nominal e na inflação de maneira imediata. A chamada “inflação importada” seria a responsável por esta contemporaneidade; (iii) historicamente o Brasil apresentou um baixo nível de crédito como proporção do PIB e após o Plano Real isto ainda prevalece, indicando que o canal do crédito não tem operado de forma relevante na economia brasileira, assim não apresenta impacto significativo sobre a inflação.

Uma aplicação empírica do modelo, por Freitas e Muinhos (2001), levou aos seguintes resultados: o efeito da taxa de juros sobre a inflação é indireto e leva 2 trimestres para ocorrer. Um aumento de 1 ponto percentual na taxa de juros real poderá afetar negativamente o *gap* do produto em 0.39 pontos percentuais. Uma queda de 1 ponto percentual no *gap* do produto reduz a inflação em 0.31 pontos percentuais. Assim, o efeito final de um aumento de 1 ponto percentual na taxa de juros real terá uma redução de 0.12 pontos percentuais na inflação no curto prazo. No longo prazo, a tendência é que a redução da inflação seja maior, atingindo 0.6 pontos percentuais.

Ferreira (2004) explica que, analisando os mecanismos de transmissão, verifica-se que o comportamento da taxa de câmbio é de fundamental importância para a adoção bem sucedida do regime de metas para a inflação. Dado que, num contexto de volatilidade da taxa de câmbio e, portanto, volatilidade na taxa de inflação, a autoridade monetária poderia incorrer em perda de credibilidade, já que as metas anunciadas não seriam cumpridas toda vez que ocorressem choques na taxa de câmbio. Além disso, a adoção do regime de metas de inflação em uma

economia em desenvolvimento, com elevada dependência de capitais externos, volatilidade no fluxo desses capitais, e conta de capital aberta, poderia resultar em elevados custos sobre o nível de produto e emprego, visto que elevadas taxas de juros se fariam necessárias para controlar as pressões inflacionárias.

Modenesi (2005) explica que o que se adotou no Brasil, após a crise de 1999, não é simplesmente um sistema de flutuação suja da taxa de câmbio – em que a autoridade monetária intervém de maneira pontual e limitada no mercado cambial com o objetivo de reduzir a volatilidade da taxa de câmbio. Mais do que isso, a condução da política monetária é, em larga medida, pautada pela evolução da taxa de câmbio, que não pode ultrapassar um determinado patamar compatível com a meta de inflação.

O próprio Banco Central do Brasil assume nas notas das reuniões do Copom, que a taxa Selic é fixada de acordo com as projeções de inflação obtidas por seus modelos estruturais de previsão de inflação, supondo um determinado patamar para a taxa de câmbio.

3.3 Formação da Taxa Selic

O Banco Central, investido na função de executor da política monetária, deve assegurar o cumprimento das metas de inflação fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (Fortuna 1999).

Segundo Fortuna (1999), os instrumentos clássicos utilizados pelos Bancos Centrais para execução das políticas monetárias são: depósito compulsório; redesconto ou empréstimo de liquidez; mercado aberto (*open market*); controle e seleção de crédito.

Ainda, segundo o autor, as operações de mercado aberto são o mais ágil instrumento da política monetária de que dispõe o Banco Central, pois, através delas, são, permanentemente, regulados a oferta monetária e o custo primário do dinheiro na economia.

As operações de mercado aberto (*open market*) representam o mais importante instrumento de política monetária, principalmente, pela flexibilidade que têm em se adequar às necessidades que a política monetária exigir, uma vez que os outros instrumentos já vistos exigem modificações normativas que tornam a sua implementação mais lenta e burocrática.

Tais operações consistem na compra e venda de títulos públicos federais por meio de leilões realizados semanalmente. No Brasil, o Banco Central pode realizar leilões de compra e venda de títulos públicos em qualquer momento que avalie conveniente. Esses leilões sem datas prévias são conhecidos como *go-around* (leilões informais).

A colocação dos títulos, quando realizadas pela primeira vez, ou seja, a negociação direta entre o governo e as instituições financeiras autorizadas, constitui o chamado mercado primário. Neste mercado, o Bacen aceita as ofertas de juros mais próximas da meta para a taxa básica de juros, definida pelo Conselho Monetário Nacional, na reunião do Copom. Ou seja, de acordo com esta dinâmica, o Bacen paga aos compradores ou recebe dos vendedores dos títulos públicos uma taxa próxima à taxa básica de juros fixada pelo Copom, balizando as próximas negociações.

Como os títulos federais são emitidos em vários prazos, de acordo com o tipo de papel, há um mercado secundário para negociação de títulos públicos entre instituições autorizadas, cujos negócios são registrados em um sistema eletrônico

chamado SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), criado em 1980 sob a responsabilidade do Banco Central do Brasil e da Andima (Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto).

Ao final do dia é feita a totalização das operações registradas ponderadas pela taxa negociada, formando a TMS (Taxa Média SELIC).

Com efeito, o valor da taxa Selic é assim definido pela Circular n. 2.900 do Banco Central, de 24 de junho de 1999: “Taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia para títulos federais”.

Segundo Fortuna (1999), é através do *open market* que o Bacen: ajusta os meios de pagamento ao nível adequado de liquidez do mercado; forma a taxa de juros interna a cada momento; regula os movimentos voláteis de liquidez e garante recursos imediatos ao Tesouro para fazer face aos seus resgates.

Modenesi (2005) cita que apesar de haver uma gama de taxa de juros em uma economia (de poupança, empréstimo, financiamento, etc), o Banco Central controla diretamente apenas a taxa de juros de curto prazo ou, mais precisamente, a taxa Selic, que é a taxa primária de juros.

A partir da determinação da taxa primária de juros, por um processo de arbitragem no mercado financeiro, determinam-se as taxas de prazo mais longo, em função das quais são pautadas, notadamente, as decisões de investimento, de poupança, de produção e de consumo de bens duráveis.

As variações na taxa Selic, também exercem efeito sobre a taxa de câmbio, notadamente ao influenciar o fluxo de capitais externos para o País. Isto acontece na medida em que elevações na diferença entre a taxa de juros doméstica e a taxa de

juros internacional atraem capitais externos para o país, determinando uma valorização cambial, que exerce uma pressão baixista sobre o nível de preços.

CAPÍTULO 4

ANÁLISE DO DESEMPENHO DE DEZ ANOS DE REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

4.1 A conquista da estabilidade e os percalços dos cinco primeiros anos

A transição do regime de metas cambiais para o regime de metas de inflação, no início de 1999, foi seguido de uma forte desvalorização na taxa de câmbio. A PTAX800⁹, ponta da venda do dólar norte-americano, referência de mercado para cotação da moeda estrangeira, atingiu a cotação de R\$ 1,98 no final de janeiro de 1999, caindo para R\$ 1,66, no final de abril de 1999. Após este período permaneceu abaixo de R\$ 2,00, encerrando o ano em R\$ 1,79.

A desvalorização cambial foi acompanhada de uma forte pressão sobre os preços dos bens comercializáveis com o exterior. Diante da ameaça de uma elevação do IPCA, o Banco Central optou por uma restrição ainda maior na política monetária.

Desta forma, na 33^a reunião do Copom, realizada em março de 1999, a autoridade monetária decidiu fixar a meta para a taxa Selic em 45% a.a. Ao mesmo tempo, ela adotou um viés de redução, sinalizando ao mercado que na medida em que o mercado de câmbio se estabilizasse, a meta da taxa Selic seria flexibilizada.

⁹ Ptax = Taxa média ponderada dos negócios realizados no mercado interbancário de câmbio com liquidação em dois dias úteis, calculada pelo Banco Central do Brasil, conforme Comunicado N. 6815/99.

De fato, o que ocorreu no decorrer do ano foi uma gradual redução da taxa Selic. Na medida em que o mercado cambial se estabilizava, a partir de março de 1999, a taxa Selic começava a dar sinais de redução. Após fechar o mês de março em 41,9% a.a, iniciou-se um processo de declínio até julho de 1999, estabilizando-se em torno de 19% a.a.

Tabela 4.1 - Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 1999

Período	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Taxa Média Selic (%a.a.)	IPCA (%)	IPCA Acumulado(%)	IPCA Acumulado 12 meses (%)
jan/99	1,98	36,9	0,7	0,7	1,6
fev/99	2,06	39,0	1,1	1,8	2,2
mar/99	1,72	41,9	1,1	2,9	3,0
abr/99	1,66	31,9	0,6	3,4	3,3
mai/99	1,72	23,3	0,3	3,7	3,1
jun/99	1,77	21,0	0,2	3,9	3,3
jul/99	1,79	19,5	1,1	5,0	4,5
ago/99	1,92	19,5	0,6	5,6	5,6
set/99	1,92	19,0	0,3	5,9	6,1
out/99	1,95	18,8	1,2	7,1	7,3
nov/99	1,92	19,0	1,0	8,0	8,3
dez/99	1,79	19,0	0,6	8,6	8,6

Fonte: Banco Central do Brasil.

A atuação do Banco Central foi bem-sucedida, na medida em que a inflação acumulada de 1999, medida pelo IPCA, ficou em 8,6%, situando-se dentro da meta de 8%, com intervalo de flutuação entre 6 e 10 por cento, contrariando as previsões feitas à época, de que o abandono do regime monetário de metas cambiais traria sérias ameaças à manutenção da estabilidade de preços.

Goldfajn e Werlang (2000) destacam três razões para que o repasse da desvalorização cambial de 1999 para o nível de preços tenha sido moderado: (i) o desaquecimento econômico; (ii) a percepção de que o real estava excessivamente sobrevalorizado antes da flexibilização do sistema cambial; e (iii) a baixa inflação verificada em 1998.

Apesar do sucesso obtido na estabilização dos preços, a política monetária fortemente restritiva impactou o crescimento do Produto Interno Bruto. O PIB cresceu apenas 0,3% em termos reais, enquanto que o PIB *per capita* apresentou variação negativa de 1,2% em 1999.

Em 2000, verificou-se uma estabilização da taxa de câmbio. A cotação da PTAX800, ponta da venda, iniciou o ano em R\$ 1,80 por US\$ 1,00, com uma tendência de queda até março, quando fechou o mês em R\$ 1,75. A partir daí, iniciou-se um movimento moderado de alta, fechando o ano em R\$ 1,96 por US\$ 1,00.

Paralelamente à estabilidade verificada nas taxas de câmbio, a variação do IPCA, logo no início do ano dava sinais de redução, convergindo para a meta estabelecida pelo CMN, que era de 6%.

Esta situação abriu espaço para uma flexibilização na política monetária. Desta forma, a Taxa Selic teve um comportamento descendente durante todo o ano de 2000, fechando o período em 15,8% a.a. Adicionalmente, o IPCA acumulou alta de 5,8% no ano de 2000, pouco abaixo do centro da meta definida para o período. O PIB, por sua vez, cresceu 4,3% em termos reais, com uma expansão de 2,8% do PIB *per capita*.

Tabela 4.2 - Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2000

Período	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Taxa Média Selic (%a.a.)	IPCA (%)	IPCA Acumulado(%)	IPCA Acumulado 12 meses (%)
jan/00	1,80	18,9	0,6	0,6	8,5
fev/00	1,77	18,9	0,1	0,8	7,6
mar/00	1,75	18,5	0,2	1,0	6,7
abr/00	1,81	18,6	0,4	1,4	6,6
mai/00	1,83	18,4	0,0	1,4	6,3
jun/00	1,80	17,3	0,2	1,6	6,3
jul/00	1,77	16,4	1,6	3,2	6,9
ago/00	1,82	16,4	1,3	4,6	7,6
set/00	1,84	16,6	0,2	4,8	7,5
out/00	1,91	16,6	0,1	4,9	6,5
nov/00	1,96	16,4	0,3	5,2	5,8
dez/00	1,96	15,8	0,6	5,8	5,8

Fonte: Banco Central do Brasil.

Em 2000, o país apresentava dois resultados positivos no controle da inflação, após a implementação do regime de metas inflacionárias. O objetivo foi atingido nos anos de 1999 e 2000, ou seja, a inflação ficou dentro da meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional. O que se viu, porém, nos próximos três anos, foi uma seqüência de fracassos na busca da estabilização dos preços, que colocavam em cheque a política monetária adotada pelo país.

Modenesi (2005) cita que as expectativas otimistas em relação ao desempenho da economia brasileira foram revertidas, já no início de 2001, por uma sucessão de choques adversos, quais sejam: (i) a crise do setor energético; (ii) a maior volatilidade do preço do petróleo; (iii) aprofundamento da crise econômica na Argentina – que culminou com o fim do regime de conselho da moeda, no início de 2001; e (iv) a desaceleração da economia mundial – tendo em vista a estagnação econômica no Japão, o fraco desempenho dos países da área do euro e a retração econômica norte-americana, exacerbada pelos atentados terroristas do dia 11 de setembro do mesmo ano – e o conseqüente impacto depressivo no comércio internacional.

Este conjunto de fatores desencadeou um intenso processo de desvalorização cambial, superior ao verificado em 1999. A cotação da moeda americana passou de R\$ 1,97, no final de janeiro, para R\$ 2,71, no final de outubro de 2001, acumulando alta de 38%, e fechando o ano em R\$ 2,32.

O processo de desvalorização cambial, em conjunto com o choque de oferta gerado pela crise energética, elevou a projeção do IPCA. Desta forma, a autoridade monetária utilizou uma política monetária apertada, elevando a meta para a Taxa Selic. O reflexo sobre a TMS¹⁰ ocorreu desde o início do ano, sendo sentido de forma mais pronunciada a partir do segundo semestre, passando de 16,8% a.a., no final de maio, para 18,3% a.a., no final de junho de 2001, fechando o ano em torno de 19% a.a.

Tabela 4.3 - Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2001

Período	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Taxa Média Selic (%a.a.)	IPCA (%)	IPCA Acumulado(%)	IPCA Acumulado 12 meses (%)
jan/01	1,97	15,1	0,6	0,6	5,8
fev/01	2,05	15,1	0,5	1,1	6,1
mar/01	2,16	15,8	0,4	1,5	6,3
abr/01	2,18	16,3	0,6	2,0	6,4
mai/01	2,36	16,8	0,4	2,5	6,8
jun/01	2,30	18,3	0,5	3,0	7,1
jul/01	2,43	18,9	1,3	4,3	6,8
ago/01	2,55	19,1	0,7	5,0	6,2
set/01	2,67	19,1	0,3	5,3	6,3
out/01	2,71	19,1	0,8	6,1	7,0
nov/01	2,53	19,1	0,7	6,8	7,4
dez/01	2,32	19,1	0,7	7,5	7,5

Fonte: Banco Central do Brasil.

Já no início do segundo semestre, o comportamento de algumas variáveis macroeconômicas chaves deixava claro que o Banco Central teria dificuldade em cumprir a meta de inflação em 2001, que era de 4%, tendo como limites

¹⁰ Taxa Média Selic

inferior/superior 2% e 6%. Assim, em agosto o Copom formalizou o abandono da meta para 2001: “Dos exercícios de simulação com o cenário básico (estrutural), conclui-se que a manutenção da taxa Selic em 19,0% ao ano aponta para uma inflação pouco acima de 6,0% para 2001” (Notas da 62ª Reunião do Copom, agosto de 2001).

Em cumprimento ao Decreto n. 3.088/99, o então presidente do Banco Central do Brasil, Armínio Fraga, justificou as causas do não cumprimento da meta de inflação para o ano de 2001, por meio de carta aberta direcionada ao ministro da Fazenda, datada de 16 de Janeiro de 2002 :

[...] os choques de oferta ou de natureza temporária determinaram a elevação da inflação para acima do intervalo superior da meta. O custo, em termos de nível de atividade, de se evitar que os impactos diretos aumentassem a inflação para acima do limite superior da meta no ano calendário de 2001 teria sido elevado.

Mesmo com a preocupação do Banco Central em relação ao nível da atividade econômica, o PIB encerrou o ano com um crescimento de apenas 1,3% em termos reais. Considerando o PIB *per capita*, houve um recuo de 0,2% no ano em relação a 2000.

O ano de 2002 foi marcado por uma expressiva desvalorização do câmbio. A PTAX 800 apontava R\$ 2,42 no final de janeiro, mantendo-se relativamente estável até maio de 2002, quando iniciou uma trajetória de alta. Ao final de setembro, ela chegou a R\$ 3,89, encerrando o ano de 2002 com a cotação de R\$ 3,53. Desta forma, a desvalorização cambial superou a marca de 50% no ano.

O impacto da expressiva desvalorização cambial sobre os índices de preços era esperado, o que se observou notadamente a partir do segundo semestre, quando acumulou alta de nove pontos percentuais no período. O IPCA, que

acumulava alta de 3% no primeiro semestre de 2002, fechou o ano em 12%, o maior desvio da meta até então, que tinha a banda superior fixada em 5,5%.

Segundo Modenesi (2005), o processo de desvalorização cambial, que pressionou fortemente os preços administrados, foi a principal razão para esse repique inflacionário, como bem mostrou o próprio Bacen na seguinte passagem de seu relatório anual:

Os principais índices de preços apresentaram crescimento significativo no trimestre de setembro a novembro, registrando-se as maiores taxas de inflação desde a implantação do Plano Real. Assinale-se que os condicionantes desse comportamento constituíram-se, fundamentalmente, no impacto da depreciação cambial e nos ajustes dos preços monitorados, que também refletem a variação da taxa de câmbio. (*Relatório de Inflação*, v.4, n.4, dezembro de 2002: 39).

Durante o primeiro semestre, o Banco Central decidiu manter a meta para a taxa Selic entre 18,5% e 19%, o que, de acordo com seu modelo estrutural, seria suficiente para assegurar a ocorrência de uma taxa de inflação abaixo de 4,0%, supondo a manutenção da taxa de câmbio no nível verificado à época.

Porém, em junho de 2002, o Conselho Monetário Nacional abandonou a meta estabelecida para o ano de 2002, passando a perseguir a meta de 2003. Nesta reunião, o CMN elevou a meta de inflação para o ano de 2003 para 4,0%, ampliando o intervalo de tolerância para 2,5 pontos percentuais¹¹.

Esta manobra oportunizou a redução de meio ponto percentual na reunião realizada em julho de 2002, estabelecendo 18% como meta para a taxa Selic. Nas próximas duas reuniões, ocorridas em agosto e setembro de 2002, o CMN manteve

¹¹ A alteração foi autorizada pelo Decreto s/n. de 26 de junho de 2002 e comunicada por meio da Resolução do BCB n. 2.972, de 27 de junho.

a meta para a taxa Selic em 18%, compatível com uma inflação acima de 6,0%, em 2002, porém com uma inflação projetada para o ano seguinte abaixo de 4,0%.

No entanto, as expectativas do Copom em relação à trajetória da inflação, mais uma vez, não se concretizaram. Segundo Modenesi (2005), o repasse da intensa desvalorização cambial para os índices de preços e a deterioração das expectativas de inflação, exacerbada pelas incertezas em relação à sucessão presidencial, tornou a meta para a taxa Selic incompatível com a nova meta estabelecida para 2003.

Diante deste cenário, o Copom realizou uma reunião extraordinária, cerca de uma semana antes da reunião de outubro de 2002, decidindo elevar a meta da taxa Selic para 21,0% a.a. O comitê manteve a política monetária restritiva para o resto do ano, fixando a meta da taxa Selic para 21,0% a.a. em outubro, 22,0% a.a. em novembro, e fechando o ano com uma meta de 23,0% a.a.

Tabela 4.4 - Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2002

Período	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Taxa Média Selic (%a.a.)	IPCA (%)	IPCA Acumulado(%)	IPCA Acumulado 12 meses (%)
jan/02	2,42	19,1	0,5	0,5	7,4
fev/02	2,35	18,8	0,4	0,9	7,3
mar/02	2,32	18,5	0,6	1,5	7,5
abr/02	2,36	18,1	0,8	2,3	7,7
mai/02	2,52	18,2	0,3	2,6	7,5
jun/02	2,84	18,4	0,4	3,0	7,4
jul/02	3,43	17,9	1,2	4,2	7,3
ago/02	3,02	17,8	0,7	4,8	7,2
set/02	3,89	17,9	0,7	5,6	7,7
out/02	3,65	20,9	1,3	6,9	8,1
nov/02	3,64	21,9	3,0	9,9	10,5
dez/02	3,53	24,9	2,1	12,0	12,0

Fonte: Banco Central do Brasil.

No entanto, além de não atingir a meta de inflação prevista para 2002, com o maior desvio verificado desde a implementação do regime de metas de inflação no Brasil (6,5%), o PIB cresceu apenas 2,7% em termos reais, tendo o PIB *per capita* evoluído em 1,2% sobre o ano anterior.

O ano de 2003 se iniciou sob grande incerteza com relação ao futuro da política monetária, agora sob a gestão do Partido dos Trabalhadores. Havia uma grande apreensão devido às diferenças ideológicas entre o partido do antigo governante (PSDB) e do atual (PT).

Essa crise de confiança desencadeou uma deterioração das expectativas dos agentes econômicos, desde o último trimestre de 2002.

Em consequência desse cenário, ficava evidente que a meta de inflação estabelecida para o ano de 2003 deveria ser reajustada, à despeito da alteração já ocorrida em junho de 2002, quando foi elevada para 4,0% com margem de tolerância de 2,5%.

Desta forma, em janeiro de 2003, o Banco Central propôs, em carta aberta ao ministro da Fazenda, uma elevação na meta para o IPCA, fixando-a em 8,5%.

Tabela 4.5 - Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2003

Período	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Taxa Média Selic (%a.a.)	IPCA (%)	IPCA Acumulado(%)	IPCA Acumulado 12 meses (%)
jan/03	3,53	25,4	2,3	2,3	13,6
fev/03	3,56	26,3	1,6	3,8	14,8
mar/03	3,35	26,3	1,2	5,1	15,5
abr/03	2,89	26,3	1,0	6,0	15,6
mai/03	2,97	26,3	0,6	6,6	16,0
jun/03	2,87	25,8	-0,2	6,5	15,5
jul/03	2,97	24,3	0,2	6,7	14,5
ago/03	2,97	21,8	0,3	7,0	14,2
set/03	2,92	19,8	0,8	7,8	14,2
out/03	2,86	18,9	0,3	8,1	13,2
nov/03	2,95	17,3	0,3	8,4	10,5
dez/03	2,89	16,3	0,5	9,0	9,0

Fonte: Banco Central do Brasil.

4.2 A consolidação do regime nos cinco últimos anos

No período de 2004 a 2008, presenciamos o início do processo de desaceleração nos preços e elevação no crescimento do produto.

Já em 2004, o IPCA foi de 7,60%, valor abaixo do limite superior de 8,00% do intervalo de tolerância estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), e também abaixo do valor de 9,00% verificado em 2003. Os preços livres registraram variação de 6,55%, em 2004, contra 7,79%, em 2003, ao mesmo tempo em que a variação dos preços monitorados reduziu-se para 10,19%, em 2004, de 13,20% no ano anterior¹².

Após manter a taxa média selic em 16,3%, com a inflação convergindo para a meta, o Bacen começou uma política de redução na taxa básica de juros até o mês de agosto de 2004, quando atingiu a cotação mínima do ano, em 15,8%. Após este

¹² Os preços livres contribuíram com 4,66 pontos percentuais para a inflação de 2004, enquanto a contribuição dos preços monitorados foi de 2,94 p.p., o que corresponde a participações de 61,3% e 38,7%, respectivamente, na taxa do ano. Em 2003, a participação dos livres foi de 59,6%, respondendo os monitorados pelos 40,4% restantes. De modo equivalente, da redução de 1,70 p.p. observada no IPCA de 2004, 0,9 ponto se deve à queda da inflação de preços livres e 0,8 ponto à menor inflação de monitorados. Portanto, a contribuição dos preços livres para a inflação se elevou em 2004.

período, diante da performance dos índices de preços, que começaram a apresentar sinais de elevação, a autoridade monetária começou um ciclo de elevação na taxa básica, que teve como resultado uma elevação na taxa média selic, que fechou o ano na cotação máxima de 17,2 %.

Ainda em 2004, a balança comercial brasileira, apresentou um superávit com recorde histórico para a série até então, atingindo o valor de US\$ 33,7 bilhões no ano. As exportações foram de US\$ 96,5 bilhões, enquanto as importações atingiram US\$ 62,8 bilhões. No final de dezembro, as reservas internacionais, no conceito de liquidez, situaram-se em US\$ 52,9 bilhões, aumento de US\$ 3,6 bilhões em relação ao término de 2003. Começava um período de recuperação nas contas internacionais.

Esse resultado também contribuiu para a valorização do real no período, após atingir a cotação máxima de R\$ 3,13, em maio de 2004, a cotação do dólar PTAX 800 fechou o ano em R\$ 2,65.

O PIB cresceu 5,7% em 2004, segundo o IBGE, sendo esta a maior taxa anual registrada, desde 1994, quando o crescimento atingiu 5,9%. Segundo o relatório de inflação divulgado pelo Bacen, em março de 2005, vl 7, esse resultado refletiu a recuperação da demanda interna, decorrente da evolução favorável dos fundamentos econômicos, que estimulou investimentos, das melhores condições de crédito e da ampliação gradual da renda, além do crescimento da demanda externa.

Tabela 4.6 - Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2004

Período	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Taxa Média Selic (%a.a.)	IPCA (%)	IPCA Acumulado(%)	IPCA Acumulado 12 meses (%)
jan/04	2,94	16,3	0,8	0,8	7,5
fev/04	2,91	16,3	0,6	1,4	6,5
mar/04	2,91	16,3	0,5	1,8	5,7
abr/04	2,94	16,1	0,4	2,2	5,1
mai/04	3,13	15,8	0,5	2,7	5,0
jun/04	3,11	15,8	0,7	3,4	5,9
jul/04	3,03	15,8	0,9	4,3	6,6
ago/04	2,93	15,8	0,7	5,0	7,0
set/04	2,86	15,9	0,3	5,4	6,5
out/04	2,86	16,2	0,4	5,8	6,7
nov/04	2,73	16,7	0,7	6,5	7,0
dez/04	2,65	17,2	0,9	7,6	7,6

Fonte: Banco Central do Brasil.

A inflação encerrou 2005 em queda pelo terceiro ano seguido, alcançando 5,6%, a menor variação registrada desde a introdução do regime de metas de inflação no país, até então. Pelo segundo ano consecutivo houve cumprimento da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional, que era de 4,5%, com variação entre 2% a 7%.

Visando ancorar as expectativas, o Bacen manteve a taxa média selic acima de 19% durante praticamente todo o ano de 2005. A selic iniciou janeiro em 17,7%, e no final do primeiro semestre já estava em 19,8%. A decisão foi tomada, em vista do resultado do IPCA, que acumulava alta de 3,1% em maio. No segundo semestre, o Copom manteve a meta da taxa básica de juros acima de 19%, com uma leve redução no último trimestre, fechando o ano em 18,5%. A inflação recuou a partir de maio, fechando o ano em 5,6%.

No campo externo, os dados confirmaram um desempenho em 2005 marcadamente superior ao ano anterior. O saldo da balança comercial atingiu US\$ 44,8 bilhões, com as exportações atingindo US\$ 118,3 bilhões, crescimento de 22,6% sobre o ano anterior. As importações chegaram a US\$ 73,5 bilhões,

crescimento de 17,1% sobre o ano de 2004. O desempenho proporcionou um superávit em transações correntes de US\$ 14,2 bilhões, equivalente a 1,79% do PIB.

Como resultado, o real manteve seu ciclo de valorização, sendo que a cotação da taxa de câmbio abriu o ano de 2005 em R\$ 2,62, encerrando o período em R\$ 2,34.

O PIB cresceu 3,2% no ano, apresentando variação percentual *per capita* de 1,9%. O resultado ficou abaixo do apresentado em 2004, porém, acima da média dos últimos dez anos.

Tabela 4.7 - Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2005

Período	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Taxa Média Selic (%a.a.)	IPCA (%)	IPCA Acumulado(%)	IPCA Acumulado 12 meses (%)
jan/05	2,62	17,7	0,6	0,6	7,2
fev/05	2,60	18,2	0,6	1,2	7,2
mar/05	2,67	18,7	0,6	1,8	7,3
abr/05	2,53	19,2	0,9	2,7	7,8
mai/05	2,40	19,5	0,5	3,1	7,8
jun/05	2,35	19,8	0,0	3,1	7,0
jul/05	2,39	19,7	0,3	3,4	6,4
ago/05	2,36	19,7	0,2	3,5	5,9
set/05	2,22	19,7	0,4	3,9	5,9
out/05	2,25	19,5	0,8	4,6	6,2
nov/05	2,21	19,0	0,6	5,2	6,1
dez/05	2,34	18,5	0,4	5,6	5,6

Fonte: Banco Central do Brasil.

Em 2006, a inflação medida pelo IPCA recuou pelo quarto ano consecutivo e, pela primeira vez desde a implantação do regime de metas de inflação, ficou abaixo do valor central para a meta (4,50%), situando-se no patamar de 3,1%.

Na medida em que os indicadores de preços foram sendo divulgados, ainda estavam presentes os efeitos da política anticíclica adotada durante todo o ano de 2005. Desse modo, abriu-se espaço para a redução gradual na taxa básica de juros.

Com efeito, a taxa média selic estava em 18% no início do ano e ela apresentou uma trajetória de queda durante todo o período, encerrando dezembro de 2006 em 13,2%.

A balança comercial continuava apresentando desempenho favorável, atingindo um saldo positivo de US\$ 46,1 bilhões, cifra superior ao observado em 2005. O quarto superávit anual consecutivo em transações correntes, influenciado principalmente pelos resultados positivos da balança comercial, impulsionou o estoque das reservas internacionais, que chegaram próximo a US\$ 100 bilhões.

Como resultado, a taxa de câmbio continuou sua trajetória de queda, saindo de R\$ 2,22, em janeiro, para R\$ 2,14, em dezembro de 2006.

O PIB cresceu 4,0 % no ano de 2006, apresentando uma evolução anual *per capita* de 2,7%.

Tabela 4.8 - Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2006

Período	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Taxa Média Selic (%a.a.)	IPCA (%)	IPCA Acumulado(%)	IPCA Acumulado 12 meses (%)
jan/06	2,22	18,0	0,6	0,6	5,6
fev/06	2,14	17,2	0,4	1,0	5,4
mar/06	2,17	17,3	0,4	1,4	5,2
abr/06	2,09	16,5	0,2	1,6	4,5
mai/06	2,30	15,7	0,1	1,7	4,2
jun/06	2,16	15,2	-0,2	1,5	4,0
jul/06	2,18	15,2	0,2	1,7	3,9
ago/06	2,14	14,7	0,1	1,8	3,8
set/06	2,17	14,2	0,2	2,0	3,6
out/06	2,14	14,2	0,3	2,3	3,2
nov/06	2,17	13,7	0,3	2,6	3,0
dez/06	2,14	13,2	0,5	3,1	3,1

Fonte: Banco Central do Brasil.

Em 2007, o IPCA encerrou o ano em 4,46%, ficando próximo do valor central de 4,5% para a meta de inflação. Segundo o Relatório Trimestral de Inflação, volume 10, no. 1, emitido pelo Banco Central do Brasil, o aumento da inflação ao

consumidor em 2007 deveu-se, em parte, a choques – observados em escala global – nos preços da *commodities* agrícolas. Esses aumentos são atribuídos a fatores estruturais, como a maior demanda por parte de grandes países asiáticos, e ao deslocamento da produção de algumas culturas para a indústria de biocombustíveis. Destaque para mudança na dinâmica dos preços administrados, que desde a implantação do Regime de Metas de Inflação, pela primeira vez registraram variação (1,65%) inferior à dos preços livres (5,73%).

A preocupação com os sinais de recrudescimento dos índices de preços, notadamente no atacado, com mais intensidade no segundo semestre do ano, levou o Bacen a interromper o processo de queda da Selic a partir de agosto de 2007. A taxa média selic, que apresentou a cotação de 13,2% em janeiro, fechou o ano em 11,2%.

Começava a preocupação com a questão dos créditos *subprime*¹³ nos Estados Unidos, e o risco de queda no preço dos ativos daquele país. Mesmo com as perspectivas relativas à evolução da economia mundial apresentando viés negativo, no campo doméstico a situação era favorável. A expressiva acumulação de reservas reduziu a exposição do país aos riscos associados aos choques de origem externa. O país encerrou o ano de 2007 com US\$ 180 bilhões de reservas em moeda estrangeira, após iniciar o ano com pouco mais de US\$ 90 bilhões.

Adicionalmente, a taxa de câmbio teve forte valorização no ano, iniciando o período em R\$ 2,12 e fechando o mês de dezembro em R\$ 1,77.

O crescimento do PIB atingiu 5,7%, em 2007, correspondente a 4,5% *per capita*. Segundo o Relatório de Inflação, volume 10, no. 1, a intensificação do ritmo de crescimento registrado em 2007 esteve associada, a exemplo do ocorrido em

¹³ Em sentido estrito é o termo empregado para designar uma forma de crédito hipotecário (*mortgage*) para o setor imobiliário, surgida nos Estados Unidos e destinada a tomadores de empréstimos que representam maior risco. Esse crédito imobiliário tem como garantia a residência do tomador e muitas vezes era acoplado à emissão de cartões de crédito ou a aluguel de carros.

2006, ao maior dinamismo da demanda interna, expresso tanto na aceleração significativa dos investimentos como na manutenção do crescimento do consumo das famílias, além da manutenção da forte demanda externa por produtos brasileiros.

Tabela 4.9 - Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2007

Período	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Taxa Média Selic (%a.a.)	IPCA (%)	IPCA Acumulado(%)	IPCA Acumulado 12 meses (%)
jan/07	2,12	13,2	0,4	0,4	3,0
fev/07	2,12	12,9	0,4	0,9	3,0
mar/07	2,05	12,9	0,4	1,3	2,9
abr/07	2,03	12,7	0,3	1,5	3,0
mai/07	1,93	12,4	0,3	1,8	3,1
jun/07	1,93	12,4	0,3	2,1	3,6
jul/07	1,88	11,9	0,2	2,3	3,7
ago/07	1,96	11,4	0,5	2,8	4,1
set/07	1,84	11,4	0,2	3,0	4,1
out/07	1,74	11,2	0,3	3,3	4,0
nov/07	1,78	11,2	0,4	3,6	4,1
dez/07	1,77	11,2	0,7	4,4	4,4

Fonte: Banco Central do Brasil.

O ano de 2008 ficou marcado pela mais profunda crise enfrentada na economia mundial desde o ano de 1929. A quebra do quarto maior e mais tradicional banco de investimento americano, o Lehman Brothers, deu início a uma crise financeira sem precedentes na história contemporânea. O problema foi ocasionado pela queda no preço dos ativos imobiliários nos Estados Unidos, que gerou uma onda de inadimplência junto aos devedores hipotecários americanos, notadamente dos créditos *subprime*, atingindo de forma sistêmica grande parte das mais tradicionais instituições financeiras mundiais.

Os bancos brasileiros não foram afetados diretamente pela crise sistêmica, tendo em vista o alto grau de regulação das atividades financeiras no país, da pequena exposição em ativos americanos, além da posição confortável do país em

relação ao nível de reservas e ao montante de dívida externa, ou seja, devido aos anos de superávits expressivos na conta corrente, o país estava menos vulnerável a choques externos, o que beneficiou vários setores da economia, inclusive o financeiro. O maior impacto sofrido pelo Sistema Financeiro Nacional foi ocasionado pelo enxugamento da liquidez mundial, comprometendo a rolagem das dívidas em moeda estrangeira e contribuindo para a redução no volume de crédito ofertado no país.

O Brasil sofreu impacto moderado dos efeitos iniciais da crise financeira, graças aos sólidos fundamentos da economia apresentados, notadamente as reservas internacionais, que à época já eram superiores a US\$ 200 bilhões.

A inflação, medida pelo IPCA, alcançou 5,9% no ano de 2008, a maior variação desde 2005, refletindo tanto o comportamento dos preços administrados, quanto o dos preços livres. O impacto maior ocorreu no primeiro semestre em virtude da aceleração na demanda interna.

A taxa média selic permaneceu estável no primeiro semestre, fechando junho em 11,6%. No segundo semestre foi iniciado movimento de alta para conter os efeitos inflacionários que já se mostravam importantes, fechando o ano em 13,7%.

A escassez do crédito externo e a elevação do risco, em razão da crise financeira internacional, levou o dólar a fechar o ano cotado em R\$ 2,34, após atingir a cotação mínima de R\$ 1,57, em julho de 2008.

Conforme Relatório de Inflação, Volume 11, no. 1, a economia brasileira, em linha com os desenvolvimentos globais, registrou redução do PIB no quarto trimestre de 2008, na comparação com o anterior, interrompendo série de doze observações positivas. Esse movimento na margem, consistente com o cenário de obstrução dos canais de crédito nos mercados financeiros internacionais, esteve associado, em

grande parte, aos desdobramentos, sobre a cadeia produtiva, da adequação do nível de estoques; à deterioração das expectativas de empresários e de consumidores; e à redução dos fluxos de comércio externo.

Mesmo com o impacto negativo da crise, o PIB experimentou um aumento de 5,1 %, em 2008.

Tabela 4.10 - Indicadores de câmbio, juros e preços do ano de 2008

Período	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Taxa Média Selic (%a.a.)	IPCA (%)	IPCA Acumulado(%)	IPCA Acumulado 12 meses (%)
jan/08	1,76	11,2	0,5	0,5	4,5
fev/08	1,68	11,2	0,5	1,0	4,5
mar/08	1,75	11,2	0,5	1,5	4,6
abr/08	1,69	11,2	0,6	2,1	4,9
mai/08	1,63	11,6	0,8	2,9	5,4
jun/08	1,59	11,6	0,7	3,6	5,9
jul/08	1,57	12,2	0,5	4,1	6,2
ago/08	1,63	12,9	0,3	4,4	6,0
set/08	1,91	12,9	0,3	4,7	6,1
out/08	2,12	13,7	0,5	5,1	6,2
nov/08	2,33	13,7	0,4	5,5	6,2
dez/08	2,34	13,7	0,3	5,8	5,8

Fonte: Banco Central do Brasil.

Analisando os últimos cinco anos, que envolve o período de 2004 a 2008, o sucesso do regime de metas de inflação no controle dos preços ficou evidente. Em todos os anos a meta foi alcançada, e os fundamentos da economia brasileira apresentaram-se sólidos. O PIB teve um crescimento médio de 4,71% ao ano, no período. Essa taxa foi muito superior à média nas duas décadas anteriores, que foi de 2%. Além disso, o Brasil acumulou reservas internacionais e tornou-se um credor líquido internacional. As reservas internacionais fecharam 2008 em US\$ 206,8 bilhões, representando o maior valor histórico, que proporcionou ao país a tranquilidade necessária para enfrentar a crise financeira internacional instaurada em setembro de 2008.

CAPÍTULO 5

O DESAFIO DA VOLATILIDADE CAMBIAL NA CONDUÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

5.1 Dinâmica inflacionária brasileira

O Banco Central divulgou em seu Relatório de Inflação Volume 11, No. 1, em Março de 2009, um box que examina o comportamento da taxa de inflação, apresentando uma estimativa da contribuição dos principais fatores que explicam sua dinâmica.

O procedimento consiste na decomposição da variação total do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), para o período de 2002 a 2008, nos seguintes componentes: (i) variação cambial; (ii) inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta do ano anterior; (iii) diferença entre as expectativas de inflação dos agentes e a meta; (iv) inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos três itens anteriores; e (v) inflação de preços administrados por contratos e monitorados, retirando-se os efeitos dos itens (i) e (ii)¹⁴.

O Bacen chama a atenção para o fato de que as estimativas são aproximações, baseadas em modelos, e por isso estão sujeitas às incertezas inerentes ao processo.

Como resultado, verifica-se que para o ano de 2008, a maior parte da variação do IPCA deveu-se ao comportamento dos preços livres e administrados,

¹⁴ O procedimento utilizado é descrito em Freitas, Minella e Riella (2002), “Metodologia de Cálculo da Inércia Inflacionária e dos Efeitos do Choque dos Preços Administrados”, Nota Técnica do Banco Central do Brasil, n. 22.

excluindo-se as variáveis inércia, expectativa e câmbio. Em termos relativos, o efeito dos preços livres e dos administrados na inflação foi de 63,9% e 17,8%, respectivamente. Logo após, temos o repasse cambial, contribuindo com 0,63 p.p. na formação do IPCA, que corresponde a 10,7%.

TABELA 5.1 - Decomposição da inflação de 2002 a 2008 - em p.p.							
Componentes	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
IPCA (variação %)	12,53	9,3	7,6	5,69	3,14	4,46	5,9
Inércia	0,93	5,92	0,28	0,77	0,47	0,01	0,23
Expectativa	1,65	1,71	0,37	0,27	-0,13	-0,43	0,22
Repasse cambial	5,82	-1,11	-0,34	-2,06	-0,55	-1,12	0,63
Inflação livre	2,28	1,12	4,35	3,41	1,76	5,03	3,77
Inflação administrados	1,85	1,66	2,93	3,31	1,6	0,96	1,05

Fonte: Relatório de Inflação do Banco Central do Brasil - Março 2009

De acordo com a Tabela 5.1, nota-se que a variação da taxa de câmbio teve uma participação relativa importante na composição do IPCA durante os anos de 2002 e 2008.

TABELA 5.2 - Impacto do repasse cambial no IPCA - em p.p.							
Componentes	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
IPCA (variação %)	12,53	9,3	7,6	5,69	3,14	4,46	5,9
Repasse cambial	5,82	-1,11	-0,34	-2,06	-0,55	-1,12	0,63
Participação percentual	46%	12%	4%	36%	18%	25%	11%

Fonte: Produção própria

A Tabela 5.2, demonstra que em 2002 ocorreu a maior participação relativa do repasse cambial na formação do IPCA, chegando a 46%. No período de um ano,

a desvalorização cambial foi de 52,27%, saindo da cotação de R\$ 2,3204, em dezembro de 2001, para R\$ 3,5333, em dezembro de 2002. O Bacen publicou em seu Relatório de Inflação V.11, no.1, que a principal causa da expressiva depreciação do real foi a incerteza dos agentes em relação à continuidade da política econômica, por ocasião da troca de comando do Poder Executivo Federal, em 2002.

Em 2008, a contribuição do repasse cambial foi bem menor, correspondendo a 11% da taxa do IPCA observada no ano. A taxa de câmbio teve uma depreciação de 32%, no período. Em janeiro de 2008, a paridade do real frente a uma unidade da moeda americana era de R\$ 1,7713, fechando dezembro do mesmo ano em R\$ 2,3370.

Entre 2003 e 2007, o câmbio teve um efeito negativo sobre a inflação devido ao processo de apreciação cambial que se verificou nesse período.

Em outras palavras, este fato é observado quando temos uma apreciação do câmbio, causando uma redução na pressão sobre os preços dos produtos comercializáveis com o exterior, além do efeito indireto da redução dos preços de insumos importados. A apreciação do real frente ao dólar pode ser verificada pela cotação da taxa de câmbio PTAX 800, que variou de R\$ 3,5333, em dezembro de 2002, para 1,7713, em dezembro de 2007.

O Bacen, em seu Relatório de Inflação de Março de 2009, Volume 11, no. 1, avalia que mesmo diante da crise financeira internacional, o impacto relativamente modesto do componente sobre a inflação em 2008, pode ser associado, ao menos em parte, à política de fortalecimento das defesas da economia contra choques externos, por exemplo, via acumulação de reservas.

Outro fator apontado como relevante no relatório citado acima é a confiança dos agentes na condução da política monetária, sendo esta pautada pelo objetivo de manter a inflação em patamares compatíveis com a trajetória de metas e que se ajustou rapidamente ao longo do ano às mudanças no cenário prospectivo para a dinâmica inflacionária. Essa avaliação encontra suporte no fato de as expectativas de inflação para horizontes mais longos terem permanecido bem estáveis.

De qualquer forma, a volatilidade cambial é um componente importante na formação de preços, e deve ser acompanhado com muita atenção por parte dos gestores de política econômica, para que não comprometa o sucesso do regime de metas de inflação na busca de uma convergência dos preços com os objetivos previamente estipulados.

Ou seja, como apontado por Ferreira (2004), o repasse da variação da taxa de câmbio aos preços constitui-se em um dos principais desafios à adoção desse regime em economias que apresentam taxas de câmbio voláteis.

5.2 Os efeitos da flutuação do câmbio sobre os preços

É consenso entre o *mainstream*, que o regime de metas inflacionárias não é compatível com regimes de câmbio fixo, dado o caráter endógeno das políticas monetárias sob regime de câmbio fixo.

Canuto e Holland (2000) apresentam um modelo-síntese para compreensão de flutuações cambiais sob um regime de metas de inflação, a partir de um modelo Mundell-Flemming expandido, onde constatam que a estratégia de metas inflacionárias está fortemente associada à escolha de regimes de câmbio mais flexíveis.

Por outro lado, deixar o câmbio flutuar livremente pode trazer efeitos desestabilizadores para o próprio regime de metas de inflação, na medida em que a volatilidade cambial afeta a inflação.

Segundo Svensson (2000), em economias pequenas e abertas, a taxa de câmbio pode afetar a inflação de duas formas. Pela via direta, uma mudança na taxa de câmbio influencia diretamente os preços em moeda doméstica dos bens de consumo final importados. Neste sentido, desvalorizações na taxa de câmbio, *coeteris paribus*, seriam acompanhadas por elevações na taxa de inflação doméstica. De modo indireto, a taxa de câmbio pode afetar a inflação de dois modos. O primeiro ocorre quando uma mudança na taxa de câmbio nominal altera os preços relativos entre os bens domésticos e importados na economia, modificando, portanto, a demanda agregada dos bens domésticos, o que, por sua vez, poderia afetar a taxa de inflação. O segundo canal indireto acontece quando uma mudança na taxa de câmbio nominal altera os preços em moeda nacional dos insumos importados. Por este processo, uma desvalorização da moeda doméstica implicaria na elevação dos preços desses insumos, o que poderia resultar em elevações dos preços dos bens domésticos que fazem uso de insumos importados em seus processos produtivos.

Além destes, vale ressaltar que a taxa de câmbio também poderia influenciar o nível de preços via mecanismo de expectativas inflacionárias.

Modenesi (2005), afirma que a taxa de câmbio exerce impacto direto (efeitos primários) e indireto (efeitos secundários) sobre a inflação no Brasil.

Os efeitos primários sobre o IPCA, segundo o autor, decorrem da influência da taxa de câmbio sobre o comportamento do preço dos bens e serviços que fazem parte da composição desse índice: (i) bens transacionáveis com o exterior

(notadamente as *commodities*); (ii) serviços de energia elétrica; (iii) serviços de telefonia; e (iv) derivados do petróleo.

Os efeitos secundários sobre o IPCA surgem na medida em que: (i) muitos setores utilizam insumos importados, utilizam os serviços supramencionados e derivados de petróleo na produção de bens e serviços finais; e (ii) movimentos na taxa de câmbio alteram a competitividade da produção doméstica *vis-à-vis* a internacional.

Portanto, segue o autor, uma desvalorização cambial tende a elevar a inflação na medida em que: (i) aumenta o preço dos bens comercializáveis, dos serviços de energia elétrica e telefonia e dos derivados de petróleo, pressionando diretamente o IPCA; (ii) eleva o custo de produção dos setores que utilizam esses bens como insumos, exercendo uma pressão indireta sobre a inflação e; (iii) torna as importações relativamente mais caras, deslocando a demanda de produtos importados para similares nacionais; isto tende a reduzir a competição externa, possibilitando que os produtos domésticos formem (ou aumentem) os preços com mais liberdade.

Desta forma, o Banco Central deve agir em momentos de alta volatilidade da taxa de câmbio, evitando que depreciações acentuadas do real frente ao dólar sejam repassadas aos preços internos, pressionando as taxas de inflação.

Greenville (2000) aponta que os efeitos da volatilidade da taxa de câmbio são potencializados em países emergentes que tenham: (i) fundamentos de mercado menos definidos; (ii) curta experiência histórica de mercado de taxas de câmbio; (iii) rápida evolução das estruturas de produção; (iv) poucos especuladores estabilizantes com atuação em sentido oposto ao mercado e; (v) que recebem fluxos

de capitais maiores e mais voláteis em relação ao tamanho do mercado de capitais doméstico e a economia em geral.

Gomes (2009) relata que os efeitos da alta volatilidade cambial podem ser mais perversos para os países emergentes que se encontram num contexto de elevada fragilidade externa e com elevados efeitos *pass-through*¹⁵, com descasamento entre ativos e passivos em moeda estrangeira e, também, convivendo com a falta de credibilidade da política monetária.

Não obstante a constatação de que as taxas de câmbio em economias em desenvolvimento são mais voláteis, estudos empíricos têm evidenciado que o *pass-through* da taxa de câmbio nesses países é mais elevado. Segundo Ho & Maccauley (2003), as principais explicações para esse fato repousariam sobre dois aspectos. Primeiro, a cesta de consumo média em países com menores níveis de renda tenderia a conter maior parcela de bens comercializáveis, quando comparada com a cesta de países com rendas superiores (e, portanto, no cômputo do índice de preços), visto que, nestes, parcela significativa da cesta é composta por bens-serviços. Como os serviços são bens tipicamente não-comercializáveis, os preços deles tendem a refletir mais as condições do mercado de trabalho doméstico, do que mudanças na taxa de câmbio. Por outro lado, os preços dos comercializáveis são comparativamente mais suscetíveis às influências dessa taxa. Portanto, a influência da taxa de câmbio na evolução da inflação doméstica tende a ser maior nas economias em desenvolvimento.

A segunda explicação para o maior *pass-through*, nos países em desenvolvimento, explorada pelos autores, refere-se à história da inflação. Desta forma, países que há muito tempo vivem em um ambiente de elevada inflação

¹⁵ Efeito *pass-through* significa que mudanças nos preços das importações devidos a depreciações cambiais, acarretam aumento nos preços domésticos.

tendem a apresentar maior sensibilidade desta às variações da taxa de câmbio. Esse fato pode ser justificado, em parte, pelas expectativas inflacionárias dos agentes econômicos.

Ball e Reyes (2004a) consideram que um país apresenta o fenômeno do *fear of floating*¹⁶ quando persegue objetivos econômicos que independem da taxa de câmbio, porém, continua intervindo no mercado de câmbio sem qualquer vínculo com o objetivo da política. As razões para que o país tenha aversão à flutuação da taxa de câmbio podem ser: a existência de uma representativa dívida externa; alto efeito *pass-through*; efeitos adversos sobre a competitividade; e efeitos sobre o balanço de pagamentos.

Ainda, segundo o autor, quando o objetivo de se evitar a flutuação do câmbio está relacionado com a manutenção de um nível de inflação pré-determinado, ocorre também o fenômeno conhecido por *fear of inflation*.

Nogueira (2006) desenvolveu um modelo estrutural VAR para estimar o efeito *pass-through* da taxa de câmbio, chegando à conclusão de que ele é maior para economias emergentes do que para economias desenvolvidas, e que diminuiu após a adoção do regime de metas de inflação nessas economias. Este efeito, porém, não desaparece completamente, e parece ser uma variável significativa na determinação da inflação. Ainda, segundo o autor, dado que os choques cambiais ainda têm impacto sobre a inflação, isso pode ser interpretado mais como “*fear of inflation*”, do que “*fear of floating*”. Isto é, a reação da taxa de juros a choques externos pode simplesmente estar refletindo o fato de o Banco Central estar reagindo a mudanças na taxa de câmbio devido ao seu impacto sobre a inflação.

¹⁶ *Fear of floating*, medo de flutuar, é um fenômeno no qual o regime cambial flutuante anunciado pelos países, segundo classificação do FMI, não é verificado realmente.

Baqueiro *et al* (2003), desenvolveu estudos em economias pequenas e abertas, que sugerem que o nível de repasse do efeito *pass-through* depende do ambiente inflacionário. Na medida em que a inflação cai, diminui o efeito *pass-through*. Este resultado sugere que, quando um ambiente de inflação baixa e estável é alcançado, as expectativas dos agentes são susceptíveis de estar em consonância com as metas de inflação e, portanto, ser menos influenciado por variações de curto prazo da taxa de câmbio. Sob tais circunstâncias, é possível inferir que o “*fear of inflation*”, que qualquer Banco Central deve ter, não implica no “*fear of floating*”. Estudos empíricos¹⁷ mostram que, para países que praticam o regime de metas de inflacionárias, esse fenômeno é a principal razão para a não flutuação da taxa de câmbio.

5.3 Redução da autonomia na condução da política monetária diante da volatilidade cambial

A literatura empírica tem demonstrado que, nas últimas décadas, o comportamento da taxa de juros em diversos países é descrito de forma satisfatória por regras tipo Taylor. Esta regra pode ser entendida como uma função de reação do Banco Central, por meio da alteração da taxa de juros de curto prazo devido às variações nas condições da economia.

Segundo a regra de Taylor original, o Banco Central deveria fixar a taxa nominal de juros de curto prazo visando atingir uma meta de inflação, sendo esta explícita ou implícita. A condução da política monetária seria regida por uma regra fixa, representada pela seguinte fórmula:

¹⁷ BALL (2000), EICHENGREEN (2002), MISHKIN (2004) e AGENOR (2002).

$$i_t = g_o + g_\pi (\pi - \pi^*)_t + g_y (y^e - y^*)_t$$

Onde, i é a taxa de juros nominal de curto prazo, π é a taxa de inflação, π^* é a meta para a taxa de inflação, y^e é o produto real efetivo, y^* é o produto compatível com a taxa natural de desemprego e os parâmetros de política são dados por g_o , g_π e g_y .

Segundo essa regra, o Banco Central eleva a taxa de juros quando a inflação aumenta e/ou quando o produto efetivo da economia supera o nível compatível com a taxa natural. Quanto esse instrumento deve ser utilizado em determinadas circunstâncias vai depender das preferências da autoridade monetária. No entanto, Taylor (1993) chama atenção para o fato de que, na prática, o comportamento do Banco Central, diante da adoção de regras para a condução da política monetária, não pode acontecer de forma mecânica, sendo necessário, portanto, observar o comportamento de outras variáveis relevantes, entre elas a taxa de câmbio nominal.

Mendonça (2001), considerando a regra de Taylor, conclui que a condução da política monetária está fundamentada em quatro fatores básicos:

Os dois primeiros fatores servem de referência para o caso em que a economia está operando ao nível potencial e revelam a hipótese implícita do uso de uma taxa real de juros constante. O terceiro e o quarto fator da regra de Taylor representam os dois objetivos da política monetária, nos quais os parâmetros de ajuste referem-se ao trade-off de curto prazo entre a inflação e o produto. O terceiro fator implica uma elevação (redução) da taxa de juros quando a inflação encontra-se acima (abaixo) da meta. De forma análoga, o quarto fator indica que no caso de uma diferença positiva (negativa) entre o PIB real e o PIB potencial deve haver um aumento (declínio) na taxa de juros (p. 73).

Desta forma, a taxa de câmbio somente irá afetar a política monetária na medida em que alterar a inflação e/ou o hiato do produto. Exemplificando, o efeito *pass-through* afetaria a inflação, que por sua vez impactaria a taxa de juros.

O efeito da volatilidade cambial sobre a taxa de juros em economias emergentes foi comprovado empiricamente, nos estudos de Calvo e Reinhart (2000a e 2000b), Hausmann *et al.* (2000) e Reinhart (2000) *apud* Gomes (2009), que encontraram evidências de que países com câmbio flutuante apresentavam maiores variações na taxa de juros do que países que adotavam regimes cambiais mais próximos do câmbio fixo. Eles identificaram a utilização da taxa de juros para intervir no mercado e influenciar a taxa de câmbio.

Mendonça (2001) defende a incorporação à regra de Taylor original, de um indicador representativo de alterações na conjuntura internacional. A justificativa do autor é que em economias pequenas e abertas, a fixação da taxa de juros pode ser influenciada pelo desequilíbrio externo.

Seguindo essa linha, autores como Taylor (2001), Mishkin e Savastano (2001), entre outros, apresentaram versões de regras de Taylor incorporando explicitamente aspectos da taxa de câmbio. Taylor (2001) propôs a seguinte equação:

$$i_t = g_\pi (\pi_t - \pi^*) + g_y H_t + h_0 e_t + h_1 e_{t-1}$$

Onde e_t é o log da taxa real de câmbio no período t , g_π e g_y são os coeficientes da regra de Taylor original, e h_0 e h_1 representam os coeficientes atual e defasado do log da taxa real de câmbio, implicando se $h_0 = h_1 = 0$, a regra de Taylor volta a ser original.

Mishkin e Savastano (2001), também desenvolveram um modelo de regra de Taylor, no qual a taxa de câmbio influenciaria a decisão do *policy maker*.

$$\dot{i}_t = \pi_t + \alpha_\pi (\pi_t - \pi^*) + \alpha_y H_t + \alpha_e e_t$$

Onde e é o log da taxa real de câmbio, expressa em termos do desvio em relação ao valor de equilíbrio, α_π e α_y são os coeficientes da regra de Taylor original, e α_e representa o coeficiente corrente em relação ao desvio da taxa real de câmbio.

Os autores afirmavam ainda, que a inclusão da taxa de câmbio no modelo, não seria inconsistente com o regime de metas de inflação.

In Latin American exchange rate fluctuations are likely to have a bigger effect on aggregate demand and aggregate supply (because the passthrough may be larger)... indicates that the weight of the exchange rate in the modified Taylor-rule, 3 b, may be relatively large. However, this is in no way inconsistent with inflation targeting (2001, p. 534 apud EDWARDS 2006).

De qualquer forma, conclui-se que, independentemente da função objetivo do gestor de política econômica, a taxa de juros modifica-se em função da volatilidade cambial. Ou seja, mesmo com, ou sem, a inclusão explícita da variável câmbio nos modelos utilizados pelas autoridades monetárias, ela interfere na formação dos juros.

Entretanto, ao adicionar a taxa de câmbio, a regra de Taylor eleva consideravelmente a volatilidade da política monetária

Ades (2002), estimou um número de regras de Taylor para países emergentes, concluindo que a maioria deles considera a taxa de câmbio na definição da política monetária.

Edwards (2006) contrapõe os defensores de que a política ótima para países emergentes é uma flutuação cambial limpa, sem qualquer tipo de intervenção governamental. O autor afirma que é perfeitamente possível que a política ideal, que minimiza a função de perda, seja aquela em que o Banco Central intervém de tempos em tempos no mercado cambial.

Nogueira (2006) conclui que os bancos centrais podem optar por suaves movimentos de curto prazo na taxa de câmbio para atingir as metas de inflação. Isto não significa que os bancos centrais não permitam que a moeda possa se ajustar a um equilíbrio de longo prazo após determinado choque, mas que evitarão que este movimento interfira no cumprimento das metas de inflação.

Diante do que foi exposto neste capítulo, pode-se concluir que, países emergentes com economias abertas, notadamente mais suscetíveis a choques externos, apresentam uma volatilidade cambial mais acentuada. Independentemente da função objetivo dos *policymakers*, a taxa de juros é utilizada como principal forma de suavização dos movimentos da taxa de câmbio, evitando que ela impacte o nível dos preços. O resultado disso é uma redução na autonomia da política monetária, pois, além da preocupação em perseguir metas inflacionárias, as autoridades monetárias tem de se preocupar com a volatilidade do câmbio.

CAPÍTULO 6

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Analisando-se os resultados dos dez últimos anos de vigência do regime de metas de inflação no Brasil, observa-se que houve avanços em termos de estabilidade econômica, refletindo no crescimento do produto e emprego.

A opção por uma âncora nominal visando ancorar as expectativas dos agentes econômicos com relação aos preços, é uma política que vem contribuindo para a estabilidade econômica do país, criando um ambiente favorável ao crescimento econômico.

O regime de metas cambiais, que vigorou entre os anos de 1994 a 1999, teve eficácia no controle dos preços. Porém a sua manutenção, à custa de uma elevada taxa de juros, com o objetivo de atrair capital externo e manter a apreciação do real, influenciou na elevação da dívida líquida do setor público.

Em janeiro de 1999, o Banco Central foi obrigado a abandonar o regime de metas cambiais, em virtude da rápida deterioração das reservas cambiais.

Nesse momento, o Banco Central do Brasil optou por adotar o regime de metas de inflação. A escolha por uma nova âncora nominal foi determinada pelo receio de um repique inflacionário, caso não houvesse um sinal claro da autoridade monetária em estabelecer uma regra monetária que evitasse flutuações desestabilizadoras na economia.

Durante os primeiros cinco anos sob a égide do regime de metas inflacionárias, envolvendo o período de 1999 a 2003, a meta de inflação foi atingida

apenas em 1999 e 2000. Nos anos de 2001 a 2003, houve uma seqüência de fracassos que colocou em cheque o regime adotado.

Uma seqüência de choques adversos na economia brasileira, observados a partir de 2001, levaram o Banco Central a abandonar a perseguição da meta no período, desencadeando um intenso processo de desvalorização cambial.

O processo de desvalorização do câmbio impactava as projeções de preços, levando as autoridades monetárias a praticarem uma política restritiva. Para isso, o Copom manteve a taxa de juros em níveis elevados durante todo o período. O resultado prático, mesmo não atingindo as metas inflacionárias, foi uma elevação na dívida líquida do setor público e reduzido crescimento do produto.

No período de 2004 a 2008, o Banco Central obteve sucesso no controle da inflação. A meta foi alcançada em todos os períodos.

O resultado da estabilidade econômica impactou os fundamentos da economia brasileira. A taxa de câmbio passou por um período de apreciação, impactando negativamente na formação do IPCA. A manutenção de superávits na Balança Comercial reforçou as reservas internacionais, proporcionando a tranquilidade necessária para enfrentar a crise financeira instaurada no final do ano de 2008. O PIB teve crescimento médio de 4,7 % ao ano, bem superior à média das duas décadas anteriores, que foi de 2%.

Apesar do sucesso observado na adoção do regime de metas de inflação pelo país, observou-se durante o período analisado, uma forte influência da volatilidade cambial na formação do IPCA, que se manifesta de forma direta (efeitos primários) e indireta (efeitos secundários).

Ocorre que o instrumento utilizado pelo Banco Central na condução da política monetária é a taxa de juros de curto prazo. Na prática, o Banco Central eleva

a taxa de juros quando a inflação aumenta e/ou quando o produto efetivo da economia supera o nível compatível com a taxa natural.

Estudos empíricos comprovam que países em desenvolvimento, que adotam regime de câmbio flutuante, apresentam maiores variações na taxa de juros. Este fato ocorre na medida em que mudanças na taxa de câmbio afetam a inflação e/ou o hiato do produto, que por sua vez influenciam na formação da taxa de juros.

Desta forma, faz-se necessário considerar a variável câmbio nos modelos para definição da taxa de juros, ou seja, incluir na regra de Taylor original algum elemento que seja um indicador representativo de modificações da conjuntura internacional.

No entanto, ao adicionar a taxa de câmbio, a regra de Taylor eleva consideravelmente a volatilidade da política monetária, motivo pelo qual a maioria dos Bancos Centrais não admite explicitamente a inclusão da variável.

De qualquer forma, considerar a taxa de câmbio na determinação da taxa de juros leva a uma redução na autonomia da política monetária, pois além da preocupação em perseguir metas inflacionárias, as autoridades monetárias tem de se preocupar com a volatilidade do câmbio.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADES, A. (2002), **“Taylor Rules in Emerging Markets,”** in Goldman Sachs Emerging Market Strategy, 02,12 (July)

ALMEIDA, A. and GOODHART, C. **“Does the adaption of inflation targets affect Central Bank Behaviour?”** Banca nazionale del Lavoro Quartely Review 51(204), Supplement March, 1998, p. 19-107.

BALL, C. and REYES, J. (2004a). **“Inflation Targeting or Fear of Floating in disguise: the case of Mexico”**. International Journal of Finance and Economics.

BAQUEIRO, A., et al. (2003). **“Fear of Floating or Fear of Inflation? The role of the exchange rate pass-through”**. Central Bank of Mexico. Working Paper nº 03/02.

BARRO, R. J. e GORDON, D. B. **“Rules discretion and reputation in a model of monetary policy”**. February 1983. (NBER Working Paper, 1079). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w1079>>. Acesso em: 20 ago. 2007.

BAUMANN, R. **Economia internacional: teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BERNANKE, B.; LAUBACH, F.; POSEN, A. and MISHKIN, F. **“Inflation targeting: lessons from the international experience”**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.

BLACKBURN, K., CHRISTENSEN, M. **“Monetary policy and policy credibility: theories and evidence”**. Journal of Economic Literature, vol. XXVII, march 1989.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. E WERLANG, S. R. C. **“Implementing inflation targeting in Brazil”**. July 2000. (Working Paper Series, n.10). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/ingles/publicwps/wps24.pdf>>. Acesso em: 15 jul. 2007.

BOGDANSKI, J., FREITAS, P. S., GOLDFAJN, I., TOMBINI, A. A. **“Inflation targeting in Brazil: shocks, backward-looking prices, and IMF conditionality”**. August 2001. (Working Paper Series, n.24) Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/ingles/publicwps/wps1.pdf>>. Acesso em: 25 set 2009.

CANUTO, O. **Regimes de política monetária em economias abertas**. Campinas: IE/UNICAMP, 1999. (Texto para discussão n.92).

CANTUTO E HOLLAND. **“Flutuação cambial e metas inflacionárias em economias emergentes”**. Revista Análise Econômica, ano 2000, número 37.

CROCO, M. A. e JAYME JÚNIOR, F. G. Independência e autonomia do Banco Central: mais sobre o debate. In: PAULA, J. A. (org). **A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula**. Belo Horizonte: Autêntica, 2003.

DEBELLE, G. **“Inflation targeting in practice”**. Washington: International Monetary Fund, 1997. (IMF Working Paper, 97/35).

EDWARDS, S. **“The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited”**. National Bureau of Economic Research Working Paper. n. 12163, 2006.

FERREIRA, A. B. **Metas para a inflação e vulnerabilidade externas: um estudo do Brasil**. [Dissertação]. Belo Horizonte: Universidade Federal de Minas Gerais, 2004.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 11ª edição. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FREITAS, P. S., MUINHOS, M. K. **“A simple model for inflation targeting in Brazil”**. Economia Aplicada, São Paulo, v.6, n.1, p.31-48, jan.-mar. 2002.

GALVÁN, S., SCHWARTZ, M. J. Teoría económica y credibilidad en la política monetaria. Gaceta de Economía. Año 7, número especial, 2002.

GOLDFAJN, I. & WERLANG, S. **“The pass-through from depreciation to inflation: a panel study**. Banco Central do Brasil, *Working Paper n. 5*, 2000.

GOMES, E. F. G. **Regimes Cambiais, Controles de Capitais e Autonomia de Política Monetária**. [Dissertação]. Curitiba: Universidade Federal do Paraná, 2009.

GRENVILLE, S., “Exchange rate regimes for emerging markets”. Reserve Bank of Australia Bulletin, pp. 53-63, November, 2000.

HO, C., MCCAULEY, R. N. **“Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting merging market economies”**. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements, 2003.

KYDLAND, F. E. e PRESCOTT, E. C. **“Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans”**. The Journal of Political Economy. Chicago, v85, n.3, p.473-491, June, 1977.

LAUBACH, T. and POSEN, A. S. **“Some comparative evidence on the effectiveness of inflation target”**. Federal Reserve Bank of New York. (Working Paper 9714), 1997.

MENDONÇA, H. F. Metas de inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro. **Economia Aplicada**. São Paulo, v5, n.1, p. 129-158, jan-mar. 2001.

MISHKIN, F. S. **“International experiences with different monetary policy regimes”**. February 1999. (NBER Working Paper 6965). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w6965>>. Acesso em: 24 jul. 2007.

MISHKIN, F. S. e SAVASTANO, M. A. **“Monetary policy strategies for Latin America”**. March 2000. (NBER Working Paper, 7617). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7617>>. Acesso em: 18 jul. 2007.

MODENESI, A. M. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri : Manole, 2005.

NOGUEIRA Jr: R. P. **Inflation Targeting, exchange rate pass-through and “Fear of Floating”** *Department of Economics University of Kent* <www.kent.ac.uk> Acesso em: 20/09/2009.

NOGUEIRA Jr, R. P. (2006). **“Inflation Targeting and the role of the exchange rate pass-through”**. University of Kent, Department of Economics. Studies in Economics 06/02.

ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. The Quarterly Journal of Economics, Cambridge, v.100, n.4, Nov. 1985.

ROMER, D. Advanced macroeconomics. 2.ed. Berkeley: McGraw-Hill, 2001.

SVENSSON, L. E. O. **“Open-economy inflation targeting”**. Journal of International Economics, Amsterdam, v50, n. 1, p. 155-183, Feb. 2000.

SVENSSON, L. E. O. **“Optimal inflation targets, ‘conservative’ central banks, and linear inflation contracts”**. American Economic Review, Nashville, v.87, n.1, 342-347, Mar. 1997.

TAYLOR, J. **“Discretion versus policy rules in practice”**. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. v.39, p. 195-214, Dec.1993.

WALSH, C. E.. Optimal contracts for central bankers. The American Economic Review, Boston, v.85, n.1, Mar. 1995.